

## **Análise Da Influência De Variáveis Contábeis E De Mercado Sobre Dividendos Pagos**

### **Analysis Of The Influence Of Market And Accounting Variables On Paid Dividends**

**Flávia Vital Januzzi**

Doutora em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais  
Professora da Universidade Federal de Juiz de Fora  
E-mail: [flavia\\_januzzi@yahoo.com.br](mailto:flavia_januzzi@yahoo.com.br)

**Ewerton Alex Avelar**

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais  
Mestrado em Administração pela Universidade Federal de Lavras  
E-mail: [ewertonavelar@gmail.com](mailto:ewertonavelar@gmail.com)

**Hudson Fernandes Amaral**

Doutor em Sciences de Gestion pela Université Pierre Mendés France Grenoble II França  
Mestrado Sciences de Gestion Université des Sciences Sociales de Toulouse I - França  
Professor Titular da Universidade Federal de Minas Gerais  
E-mail: [hfamaral@face.ufmg.br](mailto:hfamaral@face.ufmg.br)

**Endereço: Flávia Vital Januzzi**

Avenida Antônio Carlos, 6627. Pampulha, CEP: 31.270-901 - Belo Horizonte/MG.

**Endereço: Ewerton Alex Avelar**

Avenida Antônio Carlos, 6627. Pampulha, CEP: 31.270-901 - Belo Horizonte/MG.

**Endereço: Hudson Fernandes Amaral**

Avenida Antônio Carlos, 6627. Pampulha, CEP: 31.270-901 - Belo Horizonte/MG.

**Editora-chefe: Dra. Marlene Araújo de Carvalho/Faculdade Santo Agostinho**

**Artigo recebido em 05/07/2015. Última versão recebida em 01/08/2015. Aprovado em 02/08/2015.**

**Avaliado pelo sistema Triple Review: a) Desk Review pela Editora-Chefe; e b) Double Blind Review (avaliação cega por dois avaliadores da área).**

**Revisão: Gramatical, Normativa e de Formatação.**

## RESUMO

Este artigo apresenta os resultados de uma pesquisa que visou analisar a influência de variáveis contábeis e de mercado sobre os dividendos e juros sobre capital próprios pagos por empresas brasileiras, classificadas no Índice de Dividendos (IDIV), da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, (BM&FBOVESPA). Para o desenvolvimento do estudo, foram coletados dados referentes à distribuição de dividendos e indicadores contábeis e de mercado de 22 (vinte e duas) empresas brasileiras não financeiras classificadas no IDIV entre os anos de 2010 e 2013. Os dados foram coletados a partir do software *Economática*® e analisados com base no modelo de dados em painel (com presença de efeito fixo). Salienta-se que, para enquadrar as empresas conforme o valor de mercado, foi avaliada a sua inserção nos índices Small Cap (SMLL) e Mid-Large Cap (MLCX). Verificou-se a influência significativa do investimento em ativo imobilizado e outros ativos não circulantes das empresas sobre a política de dividendos (há uma tendência ao autofinanciamento) em ambos os modelos desenvolvidos (para SMLL e MLCX). Constatou-se, ainda, a importância da segregação das empresas de acordo com a classificação da BM&FBOVESPA em SMLL e MLCX, pois, com exceção do valor do investimento ativo imobilizado e outros ativos não circulantes, as variáveis contábeis e de mercado que apresentaram resultados significativos foram bastante distintas.

**Palavras-chave:** Política de dividendos. Variáveis contábeis. Variáveis de Mercado. Índice Dividendos (IDIV).

## ABSTRACT

This paper presents the results of a research that aimed at analyzing the influence of market and accounting variables on the dividends and interest on equity paid by Brazilian companies classified on the Dividends Index of BM&FBOVESPA. It was employed data related to distribution of dividends and financial and market ratios about 22 non-financial companies classified on Dividends Index between 2010 and 2013. These data were collected from software *Economática*®. They were analyzed through panel data model (fixed effect). It was important to note the classification of the companies in two groups for analyzing: Small Cap (SMLL) e Mid-Large Cap (MLCX). It was verified the significant influence of fixed assets on the dividends policies (there is a general tendency to retain earnings) in both developed models. Moreover, we observed the relevance of distinction of companies (provide for BM&FBOVESPA) in SMLL and MLCX. It was important because (except by the investment in fixed assets), the accounting and market significant variables diverge between the models.

**Keywords:** Dividend Policy. Market variables. Accounting variables. Dividends Index.

## 1 INTRODUÇÃO

Um tópico importante para o investidor se refere às políticas de dividendos adotadas pelas empresas (DAMODARAN, 2004). De acordo com Fonteles *et al.* (2012, p. 174),

Uma política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas. Esse tipo de decisão impacta diretamente nas decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa.

Holanda e Coelho (2012) destacam que a política de dividendos tem sido tema de fecundos estudos nas áreas econômico e financeiro, já que nenhuma formulação teórica conseguiu se sobressair às demais, estabelecendo previsibilidade de comportamento das empresas quanto à distribuição de lucros ou estabelecimento de preferência de acionistas que façam com que tal política influencie o valor da empresa. Ferreira Júnior *et al.* (2010) complementam tal afirmação ao destacar que a política de dividendos tem relevância econômica por abordar um dos temas mais críticos em finanças, tanto pela abrangência das áreas envolvidas, quanto pela falta de consenso que ainda existe sobre o tema.

Tal importância também é ressaltada por Gonzaga e Costa (2009), que destacam o potencial de conflitos de agência relacionados à política de dividendos. Essa concepção também é compartilhada por outros autores como Jensen (1986) e Bank *et al.* (2009), contudo, enquanto esses últimos enfocam o conflito entre gestores e acionistas, aqueles autores enfatizam o conflito entre acionistas minoritários e controladores (mais coerente com o mercado brasileiro). Além disso, diversos autores como Woolridge e Gosh (1985), Bank *et al.* (2009) e Fonteles *et al.* (2012) evidenciam os sinais (positivos e negativos) emitidos ao mercado por parte das empresas, com base em suas políticas de dividendos.

Devido à importância deste tema para o investidor, diversos estudos, nacionais e internacionais, foram desenvolvidos, tais como Ang *et al.* (1997), Loss e Neto (2006), Ferreira Júnior *et al.* (2010), Eije e Megginson (2008), Cornett *et al.* (2011), Renneboog e Trojanowski (2011), Choy *et al.* (2011), Fonteles *et al.* (2012) e Holanda e Coelho (2012). Todos esses estudos enfocaram empresas de setores, países ou blocos econômicos específicos, no intuito de compreender, dentre outros aspectos, a política de dividendos adotados pelas empresas a partir de variáveis endógenas ou exógenas às mesmas.

Diante desse contexto, o presente artigo apresenta os resultados de uma pesquisa que visou analisar a influência de variáveis contábeis e de mercado sobre os dividendos e os juros sobre capital próprio pagos por empresas brasileiras não financeiras classificadas no Índice

Dividendos (IDIV) da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). Para tal, foram propostos os seguintes objetivos específicos: (a) selecionar variáveis contábeis e de mercado que teoricamente influenciam os dividendos pagos pelas empresas brasileiras; (b) desenvolver um modelo que relacione tais variáveis ao volume de dividendos pagos; e (c) discutir as implicações dos resultados, considerando as políticas de dividendos adotadas pelas empresas, segmentando-as conforme seu valor de mercado.

O presente trabalho encontra-se estruturado em cinco seções (além desta introdução). A seção 2 destaca o referencial teórico sobre o tema. Em seguida, a metodologia é descrita na seção 3. Posteriormente, destacam-se a apresentação e a análise dos resultados (seção 4). Por fim, as conclusões são apresentadas na seção 5, seguidas das referências bibliográficas.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção está dividida em três subseções. Na subseção 2.1, destacam-se aspectos básicos sobre dividendos e política de dividendos. Em seguida (seção 2.2), descrevem-se as principais teorias que tratam da relevância dos dividendos para o investidor. Por fim, na subseção 2.3, abordam-se os principais fatores que influenciam a política de dividendos das empresas (em especial, as brasileiras).

### 2.1 Política de dividendos

Sob a perspectiva do investidor, os dividendos podem ser definidos como a parcela realizada da remuneração do capital que está investido na empresa (HOLANDA; COELHO, 2012). Fonteles *et al.* (2012) destacam que, devido à importância dos dividendos no mercado acionário brasileiro, a BM&FBOVESPA desenvolveu o IDIV. Esse índice visa oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio (BM&FBOVESPA, 2014). As ações são selecionadas por sua liquidez e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação (BM&FBOVESPA, 2014).

Nesse contexto, observa-se a importância da política de dividendos adotada pelas empresas (em especial, no Brasil). De acordo com Fonteles *et al.* (2012), uma política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação da administração da empresa com

relação à parcela do lucro a ser retido e, conseqüentemente, com relação à parcela que será distribuída aos acionistas. Tais autores destacam que os dividendos são importantes, porque trazem um elevado conteúdo informacional ao investidor. Essa opinião também é compartilhada com uma série de outros autores como Woolridge e Gosh (1985), Bank *et al.* (2009) e Cornett *et al.* (2011). Estes últimos autores destacam que variações na política de dividendos das empresas podem auxiliar na previsão dos objetivos das mesmas no longo prazo.

Woolridge e Gosh (1985) estudaram, empiricamente, aspectos referentes à política de dividendos. Esses autores chegaram a quatro conclusões principais, quais sejam: (i) os preços das ações tendem a cair significativamente no trimestre precedente à redução dos dividendos; (ii) no geral, o mercado reage muito negativamente, quando há anúncios de redução de dividendos, mesmo quando tais anúncios são embasados na necessidade de se aproveitar oportunidades lucrativas de investimento; (iii) no trimestre seguinte à redução dos dividendos, as empresas que anunciaram a redução devido a investimentos tendem a melhorar seu desempenho em relação às que o fizeram por queda nos resultados; e (iv) o uso de outros mecanismos de sinalização ao mercado (tal como a recompra de ações), simultaneamente, ao anúncio da redução dos dividendos aparentemente reduzem significativamente, a reação negativa do mercado.

Bank *et al.* (2009) também elucidam a importância da política de dividendos das empresas. De acordo com os referidos autores, quando as empresas pagam dividendos de forma contínua e regular, elas reduzem o fluxo de caixa livre que os gestores controlam. Ademais, mudanças constantes na política de dividendos das empresas, em especial, a redução de dividendos, podem significar baixo desempenho da gestão, assim como dificuldades financeiras. Bank *et al.* (2009) destacam também a importância dos dividendos para disciplinar os gestores (minimização de conflitos de agência), e maximizar o valor dos acionistas.

Jensen (1986) compartilha com Bank *et al.* (2009) a opinião de que a política de dividendos pode disciplinar os gestores, ao reduzir o fluxo de caixa disponível para ser empregado discricionariamente. Contudo, aquele autor destaca que, sob certas circunstâncias, as dívidas podem funcionar de uma forma muito mais efetiva na minimização de conflitos de agência. Jensen (1986) também ressalta que a opção de diversificação pode ser a melhor escolha na maximização do valor da empresa, no lugar da distribuição de dividendos.

Salienta-se que os dividendos são apenas uma das formas de se distribuir caixa aos acionistas. Jensen (1986) e Leal e Saito (2003) destacam o papel da recompra de ações, por

exemplo. Cumpre salientar que a legislação societária no Brasil também instituiu a figura dos juros sobre o capital próprio. De acordo com Iudícibus *et al.* (2010), tal figura foi criada para evitar um possível aumento da carga tributária incidente sobre as empresas, após a extinção da correção monetária sistemática das demonstrações contábeis, (uma vez que tais juros são dedutíveis para fins de cálculo dos principais tributos sobre o lucro).

## 2.2 Teorias sobre a Relevância e Irrelevância dos Dividendos para o investidor

Pode-se dizer que existe uma série de teorias sobre a relevância dos dividendos para o investidor. Dentre as mais importantes, podem ser citadas: (a) a teoria da irrelevância dos dividendos sobre o preço das ações (MILLER; MODIGLIANI, 1961); e (b) a teoria do pássaro na mão (LINTNER, 1962; GORDON, 1963 *apud* GONZAGA; COSTA 2009). Salienta-se que outras teorias desenvolvidas internacionalmente também apresentam um volume considerável de estudos, tal como a teoria da preferência tributária, que se baseia no fato de que os dividendos ficam sujeitos a uma tributação mais onerosa do que os ganhos de capital. No caso brasileiro, como não há tributação dos dividendos, essa teoria perde relevância (FONTELES *et al.*, 2012).

Holanda e Coelho (2012, p. 450) destacam que, apesar de um número considerável de teorias, elas usualmente não “logram chegar a concordância quanto à influência da política de dividendos na avaliação da firma, como não conseguem estabelecer atributos que discriminem e prevejam políticas de dividendos”. A seguir são destacadas as duas principais teorias abordadas neste trabalho, desenvolvidas por Miller e Modigliani (1961) (subseção 2.2.1) e Lintner (1962) e Gordon (1963 *apud* GONZAGA; COSTA 2009) (subseção 2.2.2).

### 2.2.1 A irrelevância dos dividendos sobre o preço das ações

Fonteles *et al.* (2012) destacam que a teoria da irrelevância dos dividendos sobre o preço das ações foi desenvolvida no início da segunda metade do século XX por Franco Modigliani e Merton Miller. Gonzaga e Costa (2009) destacam que os referidos autores argumentaram que o valor de uma empresa é determinado pelos resultados produzidos por seus ativos e não se tais resultados são distribuídos ou retidos.

Basicamente, Miller e Modigliani (1961) demonstraram que o valor da empresa independe da política de dividendos adotada, já que a política de investimentos seria determinada somente pela expectativa de fluxos de caixa futuros, sendo irrelevante a forma

como tais fluxos seriam alocados entre dividendos ou lucros retidos, pois essa alocação não alteraria os fluxos de caixa esperados para a empresa.

Essa teoria da irrelevância dos dividendos foi constituída sob as seguintes premissas iniciais: (a) o mercado é perfeito – nenhum comprador /vendedor de ações pode individualmente influenciar o mercado; (b) as informações são simétricas para todos os agentes; (c) o investidor tem um comportamento racional – ele prefere mais riqueza a menos, e é indiferente se o incremento em sua riqueza se dá via dividendos ou pela valorização da ação (MILLER; MODIGLIANI, 1961).

Miller e Modigliani (1961) preconizavam que, em um mercado perfeito, a taxa de retorno oferecida por todas as ações deveria ser constante. Isso aconteceria, porque acionistas com papéis de baixo retorno, poderiam incrementar sua riqueza vendendo estas ações e comprando ações com alto retorno que, por terem maior demanda, teriam o seu preço elevado até que a taxa de retorno chegasse ao equilíbrio. Por conseguinte, as ações de baixo retorno, por terem uma menor demanda, teriam seu preço reduzido até que a taxa de retorno atingisse o equilíbrio

Segundo os autores Miller e Modigliani (1961), a princípio o valor pago de dividendos poderia afetar a empresa, assim como, indiretamente, influenciar o valor da empresa por, indiretamente, influenciarem o preço das ações vendidas para os novos acionistas (*outsiders*). No entanto, conforme esses autores, os dois efeitos se cancelam, tornando a política de dividendos irrelevante para a determinação do valor da empresa.

Dado o exposto, Modigliani e Miller (1961) argumentaram que o que efetivamente aumentaria o valor da empresa e conseqüentemente, o preço das ações seriam as oportunidades de investimento, cuja taxa de retorno fosse superior ao custo de capital. Dessa forma, destacou-se que a essência do crescimento proveria essencialmente das oportunidades de investir significativos recursos em investimentos com taxas de retorno acima do normal.

Quando os efeitos da política de dividendos sobre o preço da ação passam a ser analisados sob o ambiente de incerteza, ele continua não sendo fator determinante do preço da ação. Outra variável assume relevância: as expectativas dos agentes em função do nível de incerteza dos lucros, investimentos da empresa. Modigliani e Miller (1961) preconizam também que qualquer mudança no preço da ação em função da alteração da taxa de dividendos provém do conteúdo informacional dessa atitude, pois poderá sinalizar ao mercado uma mudança da visão da gestão em relação aos lucros futuros da firma, principalmente se a empresa adota ao longo do tempo uma postura de estabilização da taxa de dividendos.

Por fim Modigliani e Miller (1961) apresentam o chamado “efeito clientela”. De acordo com Holanda e Coelho (2012), esse efeito pressupõe que os investidores são direcionados a aplicar seus recursos em empresas com políticas de dividendos adequadas às suas preferências. Ainda de acordo com esses autores, tal escolha consideraria as características de seus fluxos de caixa pessoais ou corporativos. Damodaran (2004) salienta que, sob a suposição de irrelevância de dividendos, o valor do patrimônio líquido de uma empresa não deveria se alterar quando a política de dividendos muda. Além disso, a longo prazo, não deverá haver uma correlação entre política de dividendos e o respectivo retorno das ações.

### 2.2.2 Teoria do pássaro na mão: a relevância dos dividendos para o investidor

A corrente, que preconiza que os dividendos são relevantes e ampliam o valor da empresa, se pauta na teoria do pássaro na mão, proposta por autores como Myron Gordon e John Lintner. De acordo com Gonzaga e Costa (2009), aqueles autores estabeleceram um dos principais argumentos que fundamentam a teoria da relevância dos dividendos: os investidores preferem receber seus dividendos no momento “t”, ou seja, em situações de incerteza, os investidores são avessos ao risco, preferindo dividendos correntes a dividendos futuros e/ou ganhos de capital. Tal fenômeno é denominado “teoria do pássaro na mão”.

Assim, Ferreira *et al.* (2010) e Fonteles *et al.* (2012) destacam que a “teoria do pássaro na mão” preconiza que é mais interessante para os acionistas receberem dividendos do que esperar pelos possíveis ganhos de capital. A importância dos dividendos para o investidor é destacada por Gordon (1959), que afirma ser intuitivamente plausível a hipótese de que o investidor compra dividendos ao adquirir uma ação, uma vez que se trata literalmente do fluxo de caixa que ele espera receber.

Ademais, Lintner (1962) destaca que o valor da empresa seria independente da política de dividendos (proposição apresentada na subseção anterior), se, e apenas se: (a) forem idealizadas condições de incerteza ou sua abolição; (b) não serem consideradas questões relacionadas a custos de transação; e (c) não existirem diferenças na tributação pessoal. Todavia, caso tais restrições artificiais (e essencialmente irreais) sejam desconsideradas, salienta o referido autor, a política de dividendos adotada pela empresa passa a ter um papel fundamental no valor da empresa, sendo possível estabelecer um resultado ótimo.

Com base no exposto, teoricamente, o pagamento de dividendos correntes reduziria a incerteza dos investidores, levando-os a descontar os ganhos da empresa a uma taxa menor,

elevando o preço das ações. Por outro lado, se os dividendos fossem reduzidos e não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria, ampliando, assim, o retorno exigido, que ocasiona uma queda no preço da ação.

Contudo, alguns autores, como Damodaran (2004), questionam diretamente a validade da teoria do pássaro na mão, ao afirmar que dois argumentos podem ser utilizados para invalidar tal teoria. Primeiramente, o autor destaca que não se trata de uma escolha entre dividendos certos hoje e ganhos de capital incerto em um momento não especificado, mas, sim, uma decisão em dividendos certos hoje, e um montante quase equivalente de aumento de preço hoje. Ademais, uma vez que o valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa de seus projetos, caso a empresa distribua mais dividendos, mas não altere a sua política de dividendos, ela terá que emitir novas ações, (reduzindo o valor dos preços das atualmente em circulação).

### **2.3 Variáveis que impactam a política de dividendos das empresas**

A política de dividendos de uma empresa é conceituada por Gitman (2002) como um plano de ação a ser seguido, quando for necessário tomar decisões quanto à distribuição de dividendos, sendo pautada conforme dois objetivos centrais: maximizar a riqueza do acionista e ser uma fonte de autofinanciamento organizacional. Ross *et al.* (2004) descrevem que diversas variáveis podem interferir na determinação da política de dividendos das organizações, tais como: (a) oportunidades de investimento disponíveis; (b) acesso às fontes de financiamento disponíveis; e, principalmente, (c) a preferência do acionista quanto a rendimentos correntes versus futuros.

De acordo com os autores supracitados, a inter-relação entre as referidas variáveis auxiliará na determinação da política de dividendos ótima, que objetiva atingir o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, proporcionado pela estratégia de reinvestimento dos lucros. Como os lucros retidos (lucros não distribuídos como dividendos) são uma forma de financiamento interno, a política de dividendos pode afetar diretamente a necessidade de financiamento externo da empresa.

Damodaran (2004) acrescenta que aumentos da taxa de pagamentos de dividendos sinalizam para o mercado financeiro o quanto as empresas se sentem confiantes a respeito de fluxos de caixa futuros, contribuindo para a elevação do preço das ações. Tal como destacado anteriormente, o compromisso de pagamentos de dividendos também pode auxiliar na

diminuição dos conflitos entre acionistas e gestores (conflitos de agência), ao reduzir os fluxos de caixa disponíveis para estes últimos.

Estudos empíricos no Brasil e no exterior têm apresentado variáveis que influenciam a política de dividendos das empresas. Tais variáveis podem ser classificadas como contábeis ou de mercado. Dentre as variáveis contábeis observadas nos estudos, podem ser destacadas: (a) Retorno sobre o Patrimônio Líquido (MILLER; ROCK, 1985); (b) Tamanho da Empresa (HOLANDA; COELHO, 2012; ANG *et al.*, 1997; FERREIRA JÚNIOR *et al.*, 2010; GONZAGA; COSTA, 2009); (c) Retorno sobre o Ativo (MILLER; ROCK, 1985; GONZAGA; COSTA 2009); (d) Geração de Caixa Operacional (MILLER; ROCK, 1985; HOLANDA; COELHO, 2012); (e) Endividamento (EIJE; MEGGINSON, 2008; RENNEBOOG; TROJANOWSKI, 2011; FERREIRA JÚNIOR *et al.*, 2010); GONZAGA E COSTA, 2009); e (f) Investimento no ativo não circulante (WOORLDRIGE; GOSH, 1985).

Por sua vez, dentre as variáveis de mercado, podem ser destacadas: (i) a Market to book (EIJE; MEGGINSON, 2008; RENNEBOOG; TROJANOWSKI 2011; FERREIRA JÚNIOR *et al.*, 2010); e (ii) a participação da empresa no índice de governança corporativa (HOLANDA; COELHO, 2012). Salienta-se que essas variáveis (contábeis e de mercado) foram empregadas em diferentes contextos e apresentaram, muitas vezes, resultados divergentes do esperado de acordo com a literatura. Contudo, apresentam consistência teórica no que tange à política de dividendos das empresas e foram selecionados para o estudo apresentado neste artigo.

Além das variáveis supracitadas, a pesquisa apresentada neste trabalho também considerou algumas variáveis contábeis e de mercado que têm estreita relação teórica com a política de dividendos das empresas. Como variáveis contábeis, foram consideradas também: (a) Capital Circulante Líquido; (b) Necessidade de Capital de Giro; e (c) Saldo em Tesouraria. Esses três indicadores contábeis foram considerados por estarem relacionados à administração financeira de curto prazo das empresas (modelo dinâmico), tal como destacado por Francisco *et al.* (2012), influenciando, assim, a capacidade da empresa em distribuir dividendos. Por sua vez, como variáveis de mercado, foram considerados também o volume financeiro e a quantidade de negócios anuais das ações ordinárias e preferenciais. Essa variável foi selecionada, pois se acredita que empresas com altas taxas de dividendos tenderiam a ser mantidas pelos investidores mais conservadores e fundamentalistas.

### 3 METODOLOGIA

Esta seção encontra-se dividida em duas subseções. Na primeira (3.1), descreve-se a composição da base de dados tanto no âmbito da variável dependente, quanto das variáveis independentes. Na subseção 3.2, apresenta-se uma descrição breve do modelo de regressão em painel balanceado (metodologia econométrica adotada no estudo).

#### 3.1 Estruturação da Base de Dados

A fim de viabilizar o desenvolvimento de um modelo capaz de explicar o nível de pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio das empresas não financeiras que compõem o IDIV, a partir do comportamento das variáveis contábeis e de mercado, estruturou-se a base de dados por meio das informações anuais disponibilizadas pelo software Economática®. Foram utilizados os dados referentes ao período de 2010 a 2013, em função da mudança das normas contábeis da Legislação Societária para convergência às International Financial Reporting Standards (IFRS), em especial às leis 11.638/07 e 11.941/09 e os pronunciamentos do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), tal como destacado por Iudícibus et al. (2010). O Quadro 1 apresenta as variáveis contábeis empregadas no estudo assim como as respectivas siglas e fórmulas. Por sua vez, o Quadro 2 apresenta as mesmas informações com relação às variáveis de mercado.

**Quadro 1 – Variáveis contábeis empregadas no estudo**

Variáveis Contábeis	Sigla	Fórmula
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Roe	$\text{Lucro Líquido} \div \text{Patrimônio Líquido}$
Retorno sobre o Ativo	Roa	$\text{Lucro Líquido} \div \text{Ativo Total}$
Fator Tamanho	Tamativo	$l_n(\text{Ativo Total})$
Fator Faturamento	Tamreceita	$l_n(\text{Receita Líquida})$
Capital Circulante Líquido	Ccl	$(\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}) \div \text{Ativo Total}$
Necessidade de Capital de Giro	Ncg	$(\text{Ativo Circulante Operacional} - \text{Passivo Circulante Operacional}) \div \text{Ativo Total}$
Saldo em Tesouraria	Sta	$(\text{ccl} - \text{ngc}) \div \text{Ativo Total}$
Geração de	Ebitda	$l_n(\text{EBITDA})$

Caixa Operacional		
Endividamento	End	<i>Financiamentos (curto e longo prazos) + Ativo Total</i>
Investimento em Permanente	Investperm	$I_n$ (Permanente)
Investimento em Imobilizado	Investimob	$I_n$ (Imobilizado)
Multiplicador Alavancagem	Maf	<i>(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) ÷ Patrimônio Líquido</i>
Custo Financiamento	Custofin	<i>Despesa Financeira + Financiamentos (curto e longo prazos)</i>

Fonte: Elaborado pelos autores

### Quadro 2 – Variáveis de mercado empregadas no estudo

Variáveis de Mercado	Sigla	Fórmula
Quantidade de Negócios anual	Qneg	$I_n$ (Quantidade de negócios anual)
Market to book	Mtb	<i>Valor de mercado ÷ Patrimônio Líquido</i>
Volume financeiro anual	Vol	$I_n$ (Volume anual)
Dummy – Governança Corporativa	Dgov	1 (Presente nos níveis 1, 2 de governança ou novo mercado) / 0 (Ausente nos níveis 1, 2 de governança ou novo mercado)

Fonte: Elaborado pelos autores

Destaca-se que foram avaliadas 22 (vinte e duas) empresas presentes no IDIV (Índice de Dividendos) da BMF&Bovespa, sendo excluídas as instituições financeiras por apresentarem especificidades contábeis não observáveis em empresas de outros setores. O Quadro 3 apresenta a concentração das empresas conforme o setor de atuação. Ademais, para enquadrar as empresas conforme o valor de mercado, foi avaliada a sua inserção nos índices Small Cap (SMLL) e Mid-Large Cap (MLCX) divulgados pela BMF&BOVESPA<sup>1</sup>. As empresas foram classificadas como se segue: Cesp (MLCX), Cemig (MLCX), Coelce (SMLL), CPFL Energia (MLCX), Siderúrgica Nacional (MLCX), Eletrobrás (MLCX), Eletropaulo (SMLL), Energias Brasil (SMLL), AES Tiete (MLCX), Grendene (SMLL), Metal Leve (SMLL), Light S/A (SMLL), Multiplus (SMLL), Natura (MLCX), Oi (MLCX), Santos BRP (SMLL), Taesa (MLCX), Tractebel (MLCX), Tran Paulista (SMLL), Vale (MLCX), Telef Brasil (MLCX) e Valid (SMLL).

Em termos de distribuição setorial, a amostra selecionada apresentou as seguintes características discriminadas no quadro 3:

<sup>1</sup> A posição adotada para as carteiras do IDIV, SMLL e MCLX foi a referente ao dia 22/04/2014.

**Quadro 3 – Concentração das empresas analisadas no IDIV, SMLL e MCLX IDIV, conforme o setor de atuação.**

Setor	Peso em valores percentuais (%)
Bens Industriais / Mat. Transporte	40,70
Bens Industriais / Serviços	86,90
Cons Não Cíclico / Cuidado Pessoal	31,11
Construção e Transp / Transporte	32,90
Consumo Cíclico / Tecid/Vest /Calç	49,40
Diversos	56,90
Mats Básicos / Mineração	18,73
Mats Básicos / Sid Metalurgia	29,80
Telecomunicação / Telefonia Fixa	71,17
Utilidade Públ / Energ Elétrica	22,30

Fonte: Elaborado pelos autores

### 3.2 Aspectos Conceituais da Regressão em Painel

Nesta subseção serão descritos os principais modelos de regressão em painel, bem como os testes aplicados para construir e validar os modelos. Salienta-se que modelos de regressão de dados em painel foram empregados em alguns estudos antecessores sobre política de dividendos nacionais, tais como Gonzaga e Costa (2009), Ferreira Jr. et al. (2010), e internacionais como Eije e Megginson (2008).

#### 3.2.1 Os modelos de regressão em painel

Conforme Stock e Watson (2004), os dados são formatados em painel, quando existem “n” entidades (que podem ser representadas por empresas, por exemplo) para dois ou mais períodos de tempo. Supondo duas variáveis financeiras X e Y, suas observações em função da entidade “i” e do tempo “t” poderiam ser assim representadas, conforme a Equação 1.

$$(X_{it}, Y_{it}), i = 1, \dots, n \text{ e } t = 1, \dots, T \quad (1)$$

Os dados são ditos balanceados, quando há uma quantidade de períodos iguais de observação para todos os elementos contidos na amostra. O uso dos dados no formato de painel possibilita ao pesquisador estruturar um modelo por meio da utilização de diversas

variáveis preditoras sob duas perspectivas: entre os indivíduos e ao longo do tempo (FÁVERO; BELFIORE; TAKAMATSU; SUZART, 2014).

O modelo mais simples, passível de ser obtido por meio de regressão em painel é apresentado por Heij et al. (2004) como modelo *Pooled*. Este é expresso por uma regressão simples, que supõe constância no comportamento do coeficiente angular ( $\alpha_i$ ) e do coeficiente linear ( $\beta_{it}$ ) para todas as entidades (que no caso deste trabalho, seriam as empresas) analisadas.

A fim de considerar a diferença entre as entidades observadas, os termos constantes, designados por  $\alpha_i$  poderiam variar entre as mesmas, apesar de se manterem inalterados ao longo do tempo. Nesse modelo, o termo de erro dado por  $\varepsilon_i$  é considerado não correlacionado (nem ao longo do tempo e nem entre as entidades) e homocedástico (HEIJ *et al.*, 2004). Em termos matemáticos o modelo designado sobre essas premissas é denominado efeito fixo, sendo assim representado, conforme a Equação 2.

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it} \beta + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

$y_{it}$ : representa o vetor da variável dependente expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t;

$\alpha_i$ : representa um termo constante designado para cada variável “i”;

$x'_{it} \beta$ : representa um vetor de variáveis explanatórias expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t, que não inclui o termo constante multiplicado pelos seus respectivos betas;

$\varepsilon_{it}$ : representa o termo de erro expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t.

No que tange ao modelo de efeito aleatório, o termo constante ( $\alpha_i$ ) não representa um parâmetro fixo, mas sim um parâmetro aleatório não observável. Ao contrário dos modelos de efeito fixo que consideram ser as diferenças entre os indivíduos captadas pela parte constante, os modelos aleatórios consideram que tais diferenças são captadas no termo de erro. O modelo de efeitos aleatórios pode ser expresso, conforme Heij *et al.* (2004) (vide Equação 3).

$$y_{it} = \alpha_i + x'_{it} \gamma + w_{it} \quad w_{it} = \varepsilon_{it} + \eta_i \quad (3)$$

$y_{it}$ : representa o vetor da variável dependente expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t;

$\alpha_i$ : representa um termo randômico:  $\alpha_i = \alpha + \eta_i$  ;

$x'_{it}\beta$ : representa um vetor de variáveis explanatórias expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t que não inclui o termo constante multiplicado pelos seus respectivos betas;

$\varepsilon_{it}$ : representa o termo de erro expresso para cada entidade “i” ao longo do tempo t;

$\eta_i$ : representa o termo aleatório normalmente distribuído, com média zero e variância constante.

### 3.2.2 Testes de especificação e validação dos modelos de regressão em painel

No que tange à especificação, o primeiro teste aplicado é o de Breusch-Pagan. Este tem como objetivo avaliar se o modelo de efeitos aleatórios se sobrepõe ao modelo mais simples (*pooled*). Trata-se de um teste do multiplicador de Lagrange que segue uma distribuição  $\chi^2$ . Como hipótese nula preconiza que o modelo *pooled* é preferível ao modelo aleatório. Ao rejeitar-se a hipótese nula, o modelo aleatório será mais adequado (WOOLDRIGE, 2011).

É possível, por meio do teste de Chow (teste F), avaliar qual será a melhor especificação, dentre duas alternativas: modelo *pooled* versus modelos de efeito fixo. Sob a hipótese nula tem-se que o *pooled* é preferível ao de efeitos fixos. Posteriormente, a fim de avaliar a preponderância do modelo de efeitos fixos sobre o modelo de efeitos aleatórios, utilizou-se o teste de Hausman, que avaliou a presença de correlação entre o termo de erro  $\varepsilon_{it}$  e as variáveis explicativas (variáveis independentes). A hipótese nula preconiza que o modelo de efeitos aleatórios é mais consistente e eficiente, sendo, assim, aplicáveis à base de dados averiguadas. Na hipótese alternativa, presume-se que os estimadores com efeitos aleatórios são não consistentes e, por conseguinte, o modelo de efeitos fixos seria mais apropriado (WOOLDRIGE, 2011).

No que tange à validação da especificação do modelo obtido, os seguintes testes foram implementados com base no termo de erro: normalidade, homocedasticidade e autocorrelação dos resíduos (LETOLDER, 1983). A fim de se avaliar o pressuposto de normalidade dos resíduos, pode-se construir um histograma para os erros padrões e compará-lo com a

distribuição normal padrão, empregando testes de aderência. No que tange ao pressuposto de homocedasticidade do termo de erro este pode ser testado via aplicação do teste de Wald (específico para painel), que supõe, como hipótese nula, que o termo é homocedástico. Por fim, quanto à análise das autocorrelações dos resíduos pode-se empregar o teste de Wooldridge (teste baseado no multiplicador de Lagrange), cuja hipótese nula aponta para a presença de autocorrelação. Todos os testes estão disponíveis e foram operacionalizados com base no software Stata (WOOLDRIGE, 2011).

#### 4 PRINCIPAIS RESULTADOS EMPÍRICOS OBSERVADOS

Para o desenvolvimento do modelo empírico que relaciona a política de dividendos adotada pelas empresas com as variáveis contábeis e de mercado foram realizadas duas grandes etapas, assim enumeradas: (1) especificação e validação (subseção 4.1); (2) análise do modelo estimado (subseção 4.2). Ambas serão descritas a seguir.

##### 4.1 Especificação e Validação

No que tange ao processo de especificação, foram computados os modelos mais simples, denominados “pooled”, tanto para as empresas small caps quanto para as mid-large caps. Observou-se um conjunto de variáveis significativas a 5,0%. Posteriormente, seus resultados foram comparados com aqueles gerados pelo modelo de efeito aleatório, por meio do teste de Breusch-Pagan. Como pode ser observado por meio do p-value a um nível de significância de 5,0%, a hipótese nula não pode ser refutada, prevalecendo o modelo pooled. No entanto, esta especificação, quando comparada à encontrada para o modelo de efeitos fixos, pelo teste de Chow demonstrou-se não preferível, sendo, portanto selecionado o modelo de efeitos fixos.

Posteriormente realizou-se uma comparação de especificação entre os modelos de regressão em painel de efeito fixo e efetivo aleatório, por meio da aplicação do teste de Hausman. A um nível de significância de 5,0%, o modelo de efeito fixo foi preferível ao modelo de efeito aleatório.

Antes de proceder às respectivas análises, fez-se necessário validar o modelo encontrado, por meio da análise dos resíduos, sendo aplicados três tipos de testes específicos para modelo em painel (efeito fixo): normalidade, teste de heterocedasticidade (teste de Wald modificado) e teste de autocorrelação serial (teste de Wooldridge). A um nível de significância

de 5%, identificou-se que os resíduos se apresentaram normalmente distribuídos; não foram homocedásticos e não sinalizaram autocorrelação. Para corrigir a inconsistência de heterocedasticidades, empregou-se a opção (comando) `xtreg robust` disponível no Stata, (estimação da matriz de White).

#### 4.2 Análise do modelo estimado

As tabelas 1 e 2 apresentam os dois modelos que foram obtidos no estudo, supondo um nível de significância de 5,0%. Preliminarmente, quando se avalia ambos os modelos, observa-se que o nível de ajuste dentro das empresas ( $R^2$  *within*) foi superior, quando comparado entre as empresas ( $R^2$  *between*), o que ocasionou um ajuste geral em torno de 18,0% (conforme observado via indicador  $R^2$  *overall*) em ambos os casos.

Em ambos os segmentos, quanto maior o valor investido em ativos imobilizados e ativos não circulantes, menores os valores pagos a título de dividendos e juros sobre o capital próprio. Essa constatação poderia demonstrar que a opção por não pagamento de dividendos seria em decorrência da prática do autofinanciamento; logo as empresas estariam buscando projetos com valores presentes líquidos positivos para reinvestirem seu caixa conforme argumentam Wooldrige e Gosh (1985).

Ressalta-se que os resultados obtidos em ambos os casos, no que tange à relação investimentos, vão contra ao observado por Loss e Sarlo Neto (2006), que não observaram relações significativas entre a política de dividendos das empresas e o valor investido no ativo permanente (não circulante). Uma possível explicação para tal divergência é a profunda alteração das normas contábeis no país, a partir do ano de 2007. Os autores supracitados estudaram o mercado acionário brasileiro entre o fim da década de 1990 e o início dos anos 2000, enquanto o estudo apresentado no presente trabalho considerou as informações, apenas, a partir de 2010.

#### **Tabela 1 – Modelo de Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio – SMLL**

##### **Coefficiente de $R^2$**

Dentro(*within*)=0.9211

Entre=0.1464

Total=0.1878

Variáveis Explicativas	Coefficiente	P-valor
Roe	-0.2442	0.007
Maf	-0.0232	0.001
custofin	-0.0394	0.000
Ebitda	7.4749	0.000
Investperm	-1.8425	0.000
constante	-54.7555	0.001

Fonte: Elaborado pelos autores

A Tabela 1 apresenta, especificamente, os resultados do modelo de pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio para as empresas classificadas como small caps (SMLL). Conforme observado, os indicadores de custo dos financiamentos e de alavancagem (multiplicador de alavancagem financeira) influenciaram mais as empresas de menor valor de mercado, demonstrando uma relação inversa. Esse resultado ratifica alguns estudos internacionais como os de Eije e Megginson (2008), e Renneboog e Trojanowski (2011). Nesse sentido, empresas com maiores níveis de endividamento tendem a distribuírem um menor volume de seus recursos aos acionistas, considerando os seus compromissos já assumidos com terceiros (credores).

Por sua vez, a disponibilidade de fluxo de caixa operacional (mensurado pelo EBITDA), também é uma variável que influencia o pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio, em empresas de menor porte. Observa-se uma relação positiva entre as duas variáveis, o que corresponde ao fato de uma empresa apresentar maiores volumes de fluxo de caixa operacionais tendem a pagar mais dividendos. Esse resultado vai ao encontro do observado por Holanda e Coelho (2012).

Não obstante, observou-se também uma relação negativa com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) corrente. Uma possível explicação para o resultado verificado é que, usualmente, as SMLL, em geral, ainda não atingiram a maturidade, precisando reinvestir seu lucro no ativo permanente. Tal fato, associado a uma necessidade de maturação dos lucros (que podem demorar mais do que um ano), poderia explicar a relação negativa entre retenção de lucros *versus* ROE corrente.

Por sua vez, a Tabela 2 apresenta, especificamente, os resultados do modelo de pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio para as empresas mid-large caps (MLCX). Observa-se que, no que tange às empresas de maior porte (maior valor de mercado), a necessidade de capital de giro assume maior relevância na determinação do montante de dividendos e de juros sobre capital próprio distribuído. Dessa forma quanto maior a

necessidade para financiar os investimentos operacionais de curto prazo das empresas, menor o valor de repasse do lucro aos acionistas.

**Tabela 2 – Modelo de Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio – MLCX**

**Coefficiente de R<sup>2</sup>**  
 Dentro(*within*)=0.4139  
 Entre=0.1909  
 Total=0.1860

Variáveis Explicativas	Coefficiente	P-valor
Vol	0.7308	0.014
Ncg	-0.0390	0.050
investimob	-0.4458	0.013
constante	3.8719	0.400

Fonte: Elaborado pelos autores

Não obstante, enquanto em empresas de menor valor de mercado as variáveis de liquidez de ações (quantidade de negócios / volume financeiro negociado) não foram relevantes, o volume financeiro assumiu uma importância significativa na avaliação do nível de dividendos de empresas de maior porte. Tal fato poderia ser um sinalizador dos investidores em manter ações de empresas SMLL, que poderiam gerar maiores níveis de dividendos futuros associados à maior valorização conforme o efeito clientela apontado por Modigliane e Miller (1961).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo apresentou os resultados de uma pesquisa que visou analisar a influência de variáveis contábeis e de mercado sobre os dividendos e os juros sobre capital próprio, pagos por empresas brasileiras classificadas no IDIV da BM&FBOVESPA. Para tal, o estudo empregou dados de 22 empresas não financeiras entre os anos de 2010 e 2013, utilizando como técnica de análise a regressão de dados em painel com efeito fixo. Salienta-se que foram desenvolvidos dois modelos distintos, sendo um para empresas small caps (SMLL) e outro para as mid-large caps (MLCX), conforme categorização da BM&FBOVESPA (posição da carteira de 22/04/2014) (BM&FBOVESPA, 2014b).

Verificou-se a influência significativa do investimento em ativo imobilizado e outros ativos não circulantes das empresas e a sua política de dividendos em ambos os modelos. Esse resultado contraria o observado por Loss e Sarlo Neto (2006) e demonstra que as empresas analisadas tendem a utilizar recursos próprios para financiar os investimentos de capital, o que reduz o volume de recursos distribuídos (há uma tendência ao autofinanciamento). Tal resultado vai ao encontro do exposto em algumas teorias como o Pecking Order, que destacam a preferência das empresas em financiarem o seu investimento, com recursos próprios. Conforme Iaquiapaza et al. (2008), essa teoria indica que, inicialmente, as empresas optariam pelo autofinanciamento; em seguida, pela dívida e, por fim, pela emissão de novas ações.

Ressalta-se a importância da segregação das empresas de acordo com a classificação da BM&FBOVESPA em SMLL e MLCX, pois, com exceção do valor do investimento ativo imobilizado e outros ativos não circulantes, citados anteriormente, as variáveis contábeis e de mercado que apresentaram resultados significativos foram distintas. No caso das Small Caps, por exemplo, observou-se que a geração de caixa operacional influenciou positiva e significativamente o valor de dividendos distribuídos, enquanto o grau alavancagem financeira tende a reduzir significativamente esse valor. Por outro lado, uma variável contábil importante para explicar os dividendos distribuídos das Mid-large Caps está inerentemente relacionada à sua gestão financeira de curto prazo: a necessidade de capital de giro. Tal fato poderia estar relacionado à diferença de acesso a financiamentos a taxas competitivas em função do porte e risco das organizações. Estudos mais aprofundados sobre a diferença da política de financiamento adotada pelas empresas deveriam ser realizados para corroborar essa hipótese.

Salienta-se que a pesquisa exposta neste artigo apresentou algumas limitações. Primeiramente, tratou-se de uma amostra não probabilística por conveniência e os resultados ora apresentados não podem ser generalizados a todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA. Porém, destaca-se que a amostra foi selecionada com base no IDIV, que evidencia empresas que se destacam em termos de remuneração dos investidores e que parece bastante coerente com estudos sobre política de dividendos no Brasil, tal como destacam Fonteles et al. (2012). Outra limitação do estudo se refere ao período de análise relativamente restrito (de 2010 a 2013). Porém, selecionou-se esse período pelo fato de as informações contábeis já estarem bastante ajustadas a partir dos efeitos das leis 11.638/07 e 11.941/09, e os pronunciamentos do CPC (que influenciaram significativamente tais informações em convergências às IFRS) e a crise financeira internacional da última década (2007-2009).

Apesar das limitações supracitadas, a pesquisa descrita neste trabalho apresentou várias contribuições aos estudos sobre política de dividendos no país. Primeiramente, evidenciou-se a relevância da consideração da classificação das empresas em SMLL e MLCX, para se analisar a política de dividendos no país, principalmente em função de serem empresas, em estágios diferentes de maturidade e risco. Outro aspecto importante é o emprego de indicadores relacionados ao modelo dinâmico na análise dos dividendos (uma vez que tais indicadores estão inerentemente relacionados à gestão financeira de curto prazo das empresas, o que influencia na decisão de distribuição de dividendos). Além disso, o estudo foi realizado em um período recente no país, considerando os ajustes mais significativos relacionados à convergência às IFRS e ao período pós-crise financeira internacional.

Pesquisas futuras poderiam realizar um estudo comparativo entre a política de dividendos das empresas brasileiras e estrangeiras, no intuito de identificar diferenças nas variáveis contábeis e de mercado que influenciam tal política. Ademais, novas pesquisas poderiam abordar a comparação entre as variáveis (contábeis e de mercado) que influenciam as empresas listadas no IDIV e as demais da BM&FBOVESPA, assim como as variáveis que melhor discriminam esses dois grupos.

## REFERÊNCIAS

- ANG, J. S.; FATEMI, A.; TOURANI-RAD, A. Capital structure and dividend policies of Indonesian firms. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 5, p. 87-103, 1997.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BANK, S.; CHEFFINS, B.; GOERGEN, M. Dividends and politics. **European Journal of Political Economy**, v. 25, p. 208–224, 2009.
- BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO – BM&FBOVESPA. **Índice BM&FBOVESPA Dividendos – IDIV**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IDIV&Idioma=pt-br>>. Acesso em: 23 mar. 2014a.
- \_\_\_\_\_. **Carteira teórica do IDIV válida para o quadrimestre Jan. a Abr. 2014**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraQuadrimestre.aspx?Indice=IDIV&idioma=pt-br>>. Acesso em: 22 abr. 2014b.
- CHOY, H.; GUL, F. A.; YAO, J. Does political economy reduce agency costs? Some evidence from dividend policies around the world. **Journal of Empirical Finance**, v. 18, p. 16–35, 2011.

CORNETT, M. M. *et al.* Dividends, maturity, and acquisitions: Evidence from a sample of bank IPOs. **Review of Financial Economics**, v. 20, p. 11–21.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

EIJE, H. V.; MEGGINSON, W. L. Dividends and share repurchases in the European Union. **Journal of Financial Economics**, v. 89, p. 347–374, 2008.

FERREIRA JÚNIOR, W. O.; NAKAMURA *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa**, v.13, n.2, p. 190-203, 2010.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da Bm&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 173 -204, 2012.

FRANCISCO, J. R. *et al.* Gestão Financeira do Segmento Bancos como Processo de Tomada de Decisão: Aplicação do Modelo Dinâmico. **Pensar Contábil**, v. 14, n. 55, p. 41-51, 2012.

GITMAN, L. J. **Princípios de Administração Financeira**. 12 ed. Pearson Education, 2010.

GONZAGA, R. P.; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.20, n.50, p.95-109, 2009.

GORDON, M. J. Earnings, and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **RAE – Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.

IAQUIAPAZA, R. A. *et al.* Testando as previsões da *pecking order theory* no financiamento das empresas brasileiras: uma nova metodologia. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 3, p. 157-183, 2008.

IUDICIBUS, S. *et al.* **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades: de acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo, SP: Atlas, 2010.

JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

LEAL, R. P. C.; SAITO, R. Finanças corporativas no Brasil. **RAE- eletrônica**, v. 2, n. 2, p. 1-15, 2003.

LINTNER, J. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962.

LOSS, L.; NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias Brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.17, n. 40, 2006.

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

RENNEBOOG, L.; TROJANOWSKI, G. Patterns in payout policy and payout channel choice. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, 1477–1490, 2011.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira: Corporate Finance**. São Paulo: Atlas, 2004.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

WILTGEN, J. Como funciona a análise fundamentalista de ações. **Revista Exame.com**, 2010. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/como-funciona-analise-fundamentalista-acoes-576374/>. Acesso em 22 abr. 2014.

WOOLRIDGE, J. R.; GOSH, C. Dividend cuts: do they always signal bad news? **Midland Corporate Finance Journal**, v. 3, n. 2, 1985.