

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3**Gabriel De Amorim***Universidade Federal De Uberlândia***Nilton Cesar Lima***Universidade Federal De Uberlândia***Antônio Carlos Brunozi Júnior***Universidade Federal De Viçosa***Resumo**

Estudos 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. Esta relação foi descrita como Relação em "Formato J". De posse desse achado este estudo objetivou identificar a existência do "Formato J" na relação entre dividendos e valor das empresas no mercado brasileiro. Para tal, dividiu-se uma amostra de 3.556 observações de 271 empresas, no período de 1996 a 2018, 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). Os resultados descrevem que o mercado brasileiro não apresenta o "Formato J". Dessa forma, as empresas não pagadoras de dividendos apresentaram piores valores que aquelas que distribuíram valores aos acionistas, sendo que destas apresentaram melhores valorizações as que distribuíram maiores volumes de lucros aos detentores de ações. Dessa forma, confirmou-se a relevância dos dividendos no valor da empresa no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Dividendos; valor de empresas; relevância dos dividendos.

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NA B3**RESUMO**

Estudos 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. Esta relação foi descrita como Relação em “Formato J”. De posse desse achado este estudo objetivou identificar a existência do “Formato J” na relação entre dividendos e valor das empresas no mercado brasileiro. Para tal, dividiu-se uma amostra de 3.556 observações de 271 empresas, no período de 1996 a 2018, 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*). Os resultados descrevem que o mercado brasileiro não apresenta o “Formato J”. Dessa forma, as empresas não pagadoras de dividendos apresentaram piores valores que aquelas que distribuíram valores aos acionistas, sendo que destas apresentaram melhores valorizações as que distribuíram maiores volumes de lucros aos detentores de ações. Dessa forma, confirmou-se a relevância dos dividendos no valor da empresa no mercado brasileiro.

Palavras-chave: dividendos; valor de empresas; relevância dos dividendos

1 INTRODUÇÃO

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, aqui 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 empresas (Baker & Weigand, 2015; Litzenberger & Ramaswamy, 1982).

Defendendo a relevância dos dividendos, Lintner (1956) se baseia na crença de que acionistas preferem taxas estáveis de distribuição de lucros. 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.

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, ainda, 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.

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.

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 de o dividendo isoladamente afetar os preços dos títulos.

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).

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 acionista.

Dalmácio e Corrar (2007) constataram que a composição acionária 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*. Forti *et al.* (2015) explanaram que 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. Já Ferreira Júnior *et al.* (2010) apontaram para fatores relacionados às abordagens de Lintner e de Agência como influenciadores da decisão de pagamento.

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 baixa lucratividade e com boas oportunidades de crescimento.

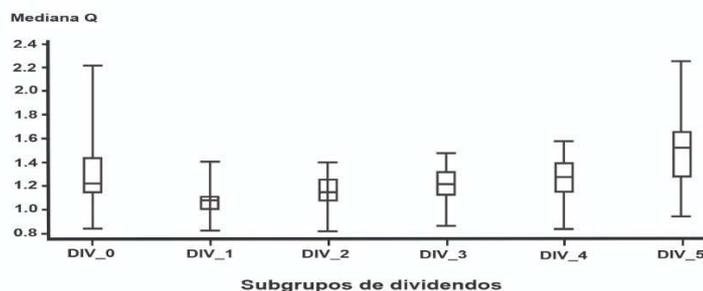
Uma característica comum aos estudos da relação dividendos/valor é a utilização de modelos estatísticos voltados à média das amostras ou a relação com a consideração de valores absolutos entre dividendos totais pagos e valor da empresa, que favorecem análises limitadas e incompletas. Esta característica é observada, por exemplo, nos estudos de Black e Scholes (1974); Naranjo *et al.* (1998); Fama e French (1998), e Pinkowitz *et al.* (2006).

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.

O impacto da presença de clientelas favoráveis e contrárias aos dividendos não são captados neste tipo de análise (Kim *et al.*, 2016). 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) propuseram uma divisão da amostra de acordo com o dividendo distribuído (onde as empresas não pagadoras de dividendos foram agrupadas no grupo *DIV0* e as demais empresas, em ordem crescente de distribuição de

lucros, agrupadas nos grupos *DIV1* a *DIV5*) evidenciando uma relação em “formato J” no mercado americano e em outras 12 economias estudadas (exceção feita ao México).

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

Este “formato J” foi caracterizado pelo maior valor da mediana do grupo das empresas *DIV0* (obtido pelo *q* de Tobin) quando comparadas com o grupo das pagadoras de menores parcelas de dividendos (*DIV1*), e do aumento dos valores das medianas dos grupos paulatinamente ao de maiores distribuidoras de lucros. 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).

Tabela 1 - Mediana dos valores de *q* de Tobin para os grupos *DIVx* em 14 economias estudadas. Entre parenteses, valor da mediana dos lucros distribuídos aos acionistas em relação ao ativo total.

País	DIV0	DIV1	DIV2	DIV3	DIV4	DIV5
Estados Unidos	1,224 (0,000)	1,081 (0,004)	1,144 (0,011)	1,216 (0,019)	1,273 (0,031)	1,539 (0,058)
Austrália	1,309	1,095	1,256	1,267	1,447	2,157
Canadá	1,344	1,192	1,244	1,407	1,410	1,507
França	1,227	1,081	1,138	1,172	1,392	1,994
Alemanha	1,238	1,076	1,161	1,235	1,379	1,661
Japão	1,082	0,983	0,965	0,972	1,012	1,213
Reino Unido	1,494	1,157	1,333	1,449	1,615	2,169
Dinamarca	1,177	1,063	1,205	1,088	1,378	1,627
Grécia	1,153	1,100	1,050	1,145	1,332	1,684
Hong Kong	0,842	0,833	0,880	1,034	1,188	1,578
México	0,993	1,104	1,318	1,394	1,466	1,965
Noruega	1,306	1,081	1,078	1,216	1,344	1,782
Suécia	1,735	1,177	1,227	1,442	1,553	2,080
Suíça	1,112	1,043	1,128	1,183	1,456	1,870

Fonte: Kim et al. (2016). OBS: valores de dividendos proporcionais só disponibilizados para o mercado dos Estados Unidos.

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.

Em função da situação detectada e descrita, a pergunta que surge é: Qual a relação entre a segmentação dos dividendos distribuídos e o valor de empresas listadas na B3? O presente estudo tem como 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.

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. 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. Salienta-se que o presente trabalho considerou como “dividendos” toda distribuição de resultados aos sócios, agrupando, portanto, os dividendos e os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Relevância dos dividendos

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.

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.

Miller e Modigliani (1961) sustentaram que o próprio investidor pode determinar seu retorno transacionando ações de sua propriedade. 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). Todavia, os pressupostos de Miller e Modigliani (1961) se baseiam em um cenário de mercado perfeito e de investidores racionais. Este ponto é criticado por Baker *et al.* (2002), para os quais as “imperfeições de mercado como (...) assimetrias de informação (...), conflitos de interesses entre gerentes e acionistas, custos de transação, custos de flotação 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 *et al.* (2016): 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. Portanto, os acionistas preferirão os ganhos em dividendos. 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 dividendos constantes, e sua aversão a cortes dos mesmos, formam a Teoria do “Pássaro na Mão”.

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.

Nesse sentido, Ross *et al.* (2008) e Beaver *et al.* (1997) afirmam que um dos papéis dos dividendos é transmitir informações sobre a situação atual e a expectativa futura por parte das empresas, dado que a expectativa de dividendos é associada aos fluxos projetados futuros.

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).

Ehrhardt e Brigham (2014) e Fama e French (2001) apontam para o ciclo de vida e o tamanho das empresas como fator para a distribuição de dividendos.

Miller e Modigliani (1961) se atentaram para o efeito da clientela. Entretanto, 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.

Baker e Weigand (2015) e Assaf Neto *et al.* (2007) apontam os fatores para se defender a relevância dos dividendos: (i) o efeito clientela; (ii) a teoria de Lintner e Gordon; (iii) a hipótese do conteúdo informacional; (iv) as preferências tributárias; (v) os custos de agência; (vi) a Teoria do Ciclo de Vida e (vii) a Teoria do Catering.

A preferência 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 (Ehrhardt & 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).

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).

Sobre o *trade-off* principal, 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).

2.2 Teoria de Agência

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. Uma vez delegado o poder pelo Principal ao Agente, este percebendo uma forma de maximizar seus benefícios passa a se comportar de forma favorável a si, gerando o conflito de Agência (Shavell, 1979).

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.

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 relação entre a Teoria de Agência e os dividendos se dá pela diminuição de recursos nas mãos dos Agentes (Jensen & Meckling, 1976; Gugler & Yurtoglu, 2003; Rodrigues & Ambrozini, 2016). Isto eleva o prêmio por ações das empresas que distribuem maiores proporções de dividendos (Jensen & Meckling, 1976; Ehrhardt & Brigham, 2014; Rodrigues & Ambrozini, 2016).

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. (Easterbrook, 1984; Baker & Powell, 1999; Harada & Nguyen, 2006; Lloyd *et al.*, 1985; Holder *et al.*, 1998; Hardin & Hill, 2008). Dessa forma, a maior distribuição de lucros aos acionistas promoveria uma melhor avaliação das empresas pela maior facilidade de controle dos agentes por parte dos acionistas.

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

2.3 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.

H1: O mercado brasileiro apresenta uma relação entre dividendos e valor de empresas similar aos mercados internacionais, caracterizando uma relação “formato J”.

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 & Procianny, 2016). Assim, a hipótese é apresentada:

H2: Os dividendos são diretamente relacionados com o valor das empresas.

3 METODOLOGIA

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 1.

Quadro 1 - 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.

Utilizou-se de apenas uma ação por empresa, sendo selecionadas as de maior volume de negociações dentro de cada período anual, 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 2 - Composição dos dados do estudo

Painel 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
(-) Exclusões	-		177
(=) Amostra	271		3.556
Painel 2 – Amostra por setores			
Sector Economática®	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.

As variáveis dependente e independente utilizadas neste estudo são descritas no Quadro 2. O Painel A detalha a variável de interesse eleita para o estudo, q de Tobin. As demais variáveis, sua fórmula, sua relação e sua fundamentação teórica estão descritas no Painel B.

Quadro 2 - Variáveis utilizadas para a pesquisa

Painel A – Variável Dependente				
Siglas	Variáveis	Fórmulas	Relação Esperada	Fundamentação Teórica
q de Tobin	Valor das empresas	$q = \frac{VM + VD}{AT}$	-	Kim <i>et al.</i> (2016); Grando <i>et al.</i> (2016)
Painel B – Variáveis Independente e de Controle				
DIV	Lucro distribuído	$DIV_t = \frac{(Dividendos_t + JSCP_t)}{Ativo Total_t}$	Positiva	Kim <i>et al.</i> (2016)
EBITDA	Volatilidade do Lucro Operacional	$\frac{EBITDA_t - EBITDA_{t-1}}{AT_t}$	Positiva	-
RETE	Lucros Retidos	$\frac{Res. Lucro_t - Res. Lucro_{t-1}}{AT_t}$	Negativa	Kim <i>et al.</i> (2016)*

CV	Crescimento de Vendas	$\frac{Rec. Liq. Vendas_t - Rec. Liq. Vendas_{t-1}}{AT_t}$	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	$\log_{10} AT_t$	Positiva	Kim <i>et al.</i> (2016); Fama e French (2001)
CASH	Caixa disponível	$\frac{Caixa e disponível_t}{AT_t}$	Negativa	Kim <i>et al.</i> (2016); Fama e French (2001)
INV	Investimento	$INV = \frac{AT_t - AT_{t-1}}{AT_t}$	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	$\frac{Estoque_t}{AT_t}$	Negativa	-
DIVx	Classificação por nível de DIV	Dummy: 1 para o grupo DIV analisado e 0 para demais grupos	-	Kim <i>et al.</i> (2016)

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

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 descrita, conforme proposto por Kammler e Alves (2007), onde VM = valor de mercado das ações da empresa; VD = valor das dívidas da empresa; AT = ativo contábil total da empresa.

A fórmula DIV 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 visa eliminar as disparidades do uso de valores nominais. É importante destacar que, para o presente trabalho, a distribuição dos lucros aos acionistas, tanto por meio de dividendos quanto por meio de JSCP foi nomeada como “dividendos”.

A seguir, os resultados foram categorizados em função da distribuição ou não de lucros, anualizados. Os valores das empresas não pagadoras de dividendos da amostra foram agrupados sob a denominação $DIV0$.

O restante dos resultados, composto de empresas distribuidoras de lucros, foi dividido em quintis (Cf. Kim *et al.*, 2016). Para tal, usou-se uma classificação crescente, ordenados pelo valor DIV_t 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.

Para a complementação das variáveis a serem utilizadas neste estudo, é importante destacar que após a formação dos grupos $DIVx$, ordenados pelo DIV_t de cada empresa, foi realizada análise da estatística descritiva da distribuição do valor q de cada um destes grupos: inicialmente, 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. Com todo o exposto, o modelo principal econométrico utilizado é apresentado:

$$q_{it} = \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 EBITDA_{it} + \beta_3 RETE_{it} + \beta_4 CV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 TA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 INV_{it} + \beta_9 AlaFIN_{it} + \beta_{10} EST_{it} + \beta_{11} DIVx_{it} + \alpha + e_{it}$$

Onde: i representa as empresas; t indica os períodos considerados; α_i é o termo específico invariante da regressão; e_{it} é o erro residual regressional. A regressão foi analisada com significâncias estatísticas de 95%.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

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 entre *DIV1* e *DIV4* são formados por 490 observações cada, enquanto o grupo *DIV5* possui 488 observações.

A análise das medianas de q dos grupos revela que o valor das empresas brasileiras é inferior ao valor q das empresas americanas (cf. Tabela 1), 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, baixa liquidez de títulos e sua natureza especulativa de negociação possam ser motivadores para os baixos índices de valor observados.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independente e dependente, dos Grupos *DIVx*

DIVx	Estatística	q de Tobin	DIV	ROA	DIVx	Estatística	q de Tobin	DIV	ROA
DIV0	Mínimo	0,0545	-	- 221,5088	DIV3	Mínimo	0,2302	0,0098	- 14,5911
	Média	0,8838	-	- 11,8706		Média	0,9799	0,0205	5,4928
	Mediana	0,5903	-	- 2,9951		Mediana	0,8207	0,0194	5,6031
	0.25-0.75	0,5397	-	14,2997		0.25-0.75	0,5725	0,0073	4,6532
	D. Padrão	12,023	-	32,9196		D. Padrão	0,5709	0,0062	4,6582
	Máximo	92,604	-	36,3095		Máximo	32,933	0,0394	18,1804
DIV1	Mínimo	0,1341	0,0000	- 21,1731	DIV4	Mínimo	0,2299	0,0192	- 10,3817
	Média	0,7509	0,0033	0,3823		Média	12,347	0,0358	7,6509
	Mediana	0,6310	0,0029	1,0472		Mediana	10,181	0,0339	7,2964
	0.25-0.75	0,4312	0,0044	3,7825		0.25-0.75	0,8142	0,0135	5,9545
	D. Padrão	0,5579	0,0027	5,0417		D. Padrão	0,8108	0,0105	5,0025
	Máximo	41,443	0,0114	16,8623		Máximo	47,768	0,0648	19,9896
DIV2	Mínimo	0,1885	0,0034	- 11,1990	DIV5	Mínimo	0,3111	0,0308	- 1,4071
	Média	0,8828	0,0113	3,6121		Média	16,387	0,0962	11,4203
	Mediana	0,7401	0,0107	3,5600		Mediana	12,804	0,0800	10,5596
	0.25-0.75	0,5188	0,0055	3,7828		0.25-0.75	11,155	0,0577	7,0497
	D. Padrão	0,5367	0,0044	3,8069		D. Padrão	11,430	0,0648	5,8518
	Máximo	30,659	0,0255	13,8863		Máximo	60,801	0,4878	29,6735

Fonte: elaborado pelo autor.

A variável *ROA* foi destacada para se caracterizar o comportamento do mercado com relação à distribuição de dividendos. O grupo *DIV0* não foi composto apenas por empresas com resultados líquidos negativos ou nulos, embora os valores de interesse (média e mediana) sejam negativos. Do total de 1.108 observações 389 eventos, ou 35,11% do grupo, apresentaram *ROA* positivo. Este resultado é consonante com os relatos de Vancin e Procionoy (2016), sobre a retenção dos lucros no mercado brasileiro. Contudo, análise dos motivos para este cenário não é pertinente aos objetivos do presente trabalho. Para os demais grupos, nota-se uma variação positiva dos valores de *ROA* com relação aos grupos *DIVx*,

Ainda com vistas de caracterização, 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. Diante desse cenário, 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.

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 interquartil 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 sobrepunha a análise de outras variáveis por parte dos investidores, provocando o comportamento analisado.

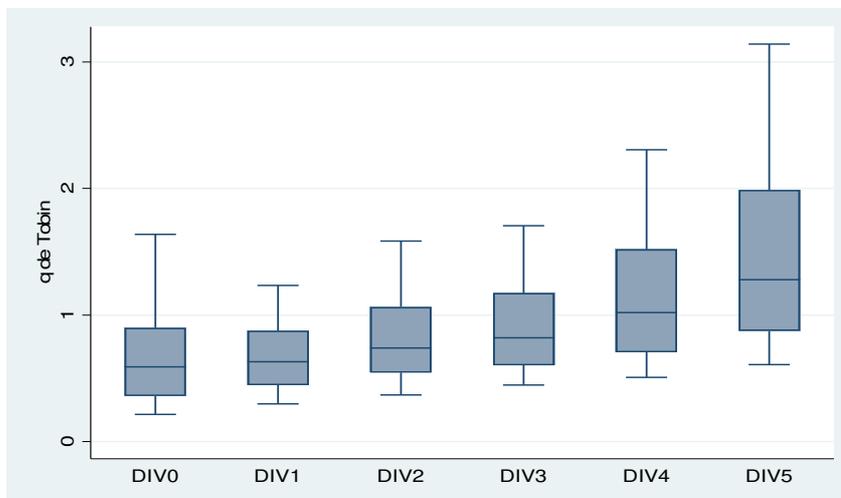
4.1 Descrição do formato da distribuição de dividendos no mercado brasileiro

A análise das medianas dos grupos *DIVx* não caracteriza o formato da distribuição de dividendos no Brasil como “formato J”. 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 taxaço 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 1, 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 *DIV_x*, 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.

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 1.

Desta forma, a hipótese H_1 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).

4.2 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 4 - 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
<i>DIV1</i>	0.0943	0.0519	1.82*	0.071	- 0.0080	0.1967
<i>DIV2</i>	0.1428	0.0680	2.10**	0.037	0.0089	0.2766
<i>DIV3</i>	0.1257	0.0704	1.79*	0.076	- 0.0130	0.2644
<i>DIV4</i>	0.2222	0.0797	2.79***	0.006	0.0653	0.3792
<i>DIV5</i>	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)

*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_2 , 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) e 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.

Essa relação de preferência pelos dividendos 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). 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.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados da estatística descritiva demonstraram que as empresas que não distribuem parcelas de seus lucros para os detentores de ações são piores avaliadas pelo mercado, enquanto as avaliações dos grupos são melhores concomitantemente a maiores distribuições de dividendos. Assim, os dados permitiram a rejeição da H1a, 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 H₁, foi realizada uma regressão de efeitos fixos, com erros robustos clusterizados, com a utilização de *dummies* para os grupos *DIV_x*. 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 H2b, além de demonstrar que há um escalonamento de valores entre os grupos, conforme a estatística descritiva demonstrara.

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).

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 significativos 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, espera-se que seus achados possam contribuir para a formulação das políticas de dividendos das empresas no mercado brasileiro, e como facilitadores para o trade-off entre dividendos e reinvestimento. Portanto, esta pesquisa avança no que tange às fronteiras exploratórias do tema.

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

- Assaf Neto, A.; Ambrozini, M. A. & Lima, F. G. (2007) Dividendos: teoria e prática. Ribeirão Preto, SP: Inside Books.
- Baker, H. K. & Powell, G. E. (1999) How corporate managers view dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 38(17), 17-35. Recuperado em 26 março, 2019, de www.jstor.org/stable/40473257.
- Baker, H. K. & Weigand, R. (2015) Corporate Dividend Policy Revisited. *Managerial Finance*, 41(2), 126-144. <https://doi.org/10.1108/MF-03-2014-0077>.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2004) A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>.
- Baskin, J. (1989) Dividend policy and the volatility of common stock. *Journal of Portfolio Management*, 15(3), 19-25. <https://doi.org/10.3905/jpm.1989.409203>
- Beaver, W. H.; Mcanally, M. L. & Stinson, C. H. (1997) The Informational Content of Earnings and Prices: A simultaneous Equations Approach. *Journal of Accounting and Economics*, 23(1), 53-81. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00424-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00424-7).

- Bezawada, B. & Tati, R. K. (2017) Dividend policy and firm valuation – a study of Indian electrical equipment manufacturing industry. *Theoretical Economics Letter*, 7, 1233-1243. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.75083>.
- Black, F. (1976) The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, 2(2), 5-8. <https://doi.org/10.3905/jpm.1976.408558>.
- Black, F. & Scholes, F. (1974) The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)
- Brasil. *Lei n. 10.303*, de 31 de outubro de 2001. Recuperado em 16 agosto, 2018, de www.planalto.gov.br.
- Brasil. *Lei n. 6.404*, de 15 de dezembro de 1976. Recuperado em 16 agosto, 2018, de www.planalto.gov.br.
- Brasil. *Lei n. 9.249*, de 26 de dezembro de 1995. Recuperado em 26 novembro, 2018, de www.planalto.gov.br.
- Correia, L. F. & Amaral, H. F. (2002) O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. *Anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração*, 26.
- Dalmacio, F. Z. & Corrar, L. J. (2007) A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 16-29. <https://doi.org/10.11606/rco.v1i1.34694>.
- DeAngelo, H.; DeAngelo, L. & Skinner, D. J. (2008) Corporate Payout Policy. *Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3), 95-287. <https://doi.org/10.1561/05000000020>.
- Dhaliwal, D.; Erickson, M. & Trezevant, R. (1999) A test of the theory of tax clienteles for dividend policies. *National Tax Journal*, 52(2), 179-194. Recuperado em 20 dezembro, 2018, de <https://www.jstor.org/stable/41789388>.
- Duarte, F. C. L.; Girão, L. F. A. P. & Paulo, E. (2017) Avaliando modelos lineares de value relevance: eles captam o que deveriam captar? *Revista de Administração Contemporânea*, 21, 110-134. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160202>
- Easterbrook, F. H. (1984) Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, 74(4), 650-659. Resgatado em 26 março, 2019, de www.jstor.org/stable/1805130.
- Ehrhardt, M. C.; Brigham, E. F. (2014) *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Cengage Learning.
- Elton, E. J. & Gruber, M. J. (1970) Marginal stockholder tax rate and the clientele effect. *The Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74. <https://doi.org/10.2307/1927599>.
- Fama, E. F. & French, K. R. (1998) Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843. Recuperado em 19 outubro, 2018, de <https://www.jstor.org/stable/117379>.
- Ferreira Junior, W. O.; Nakamura, W. T.; Martin, D. M. L. & Bastos, D. D. (2010) Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *FACEF*, 13(2). Recuperado em 9 março, 2019, de [www.academia.edu/30716999/Evid%C3%A](http://www.academia.edu/30716999/Evid%C3%A4ncias_Emp%C3%ADricas_Dos_Fatores_Determinantes_Das_Pol%C3%ADticas_De_Dividendos_Das_Firmas_Listadas_Na_Bovespa)
- Forti, C. A. B.; Peixoto, F. M. & Alves, D. L. (2015) Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167-180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>.

- Gordon, M. J. (1959) Dividends, earning, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105. <https://doi.org/10.2307/1927792>.
- Gordon, M. J. (1963) Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, 18(2), 264-272. <https://doi.org/10.2307/2977907>.
- Gugler, K. & Yurtoglu, B. B. (2003) Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. *European Economic Review*, 47(4), 731-758. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(02\)00291-X](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(02)00291-X).
- Harada, K. & Nguyen, P. (2003) Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan. *Journal of Finance*, 55, 1-33. <https://doi.org/10.2139/ssrn.953433>.
- Hardin, W. & Hill, M. D. (2008) REIT Dividend determinants: excess dividends and capital market. *Real Estate Economics*, 36(2), 349-369. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6229.2008.00216.x>.
- Holder, M. E.; Langrehr, F. W. & Hexter, J. L. (1998) Dividend policy determinants: an investigation of the influences of the stakeholder theory. *Financial Management*, 27(3), 73-82. <https://doi.org/10.2307/3666276>.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Kim, S.; Park, S. H. & Suh, J. (2016) A J-shaped cross-sectional relationship between dividends and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 48, 857-877. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.09.010>.
- Lintner, J. (1956) Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, 46(2), p. 97-113. Resgatado em 20 agosto, 2018, de <https://www.jstor.org/stable/pdf/1910664.pdf>.
- Litzenberger, R. H. & Ramaswamy, K. (1982) The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*, 37(2), 429-443. <https://doi.org/10.2307/2327346>.
- Lloyd, W. P.; Jahera, J. S. & Page, D. E (1985). Agency costs and dividend payout ratios. *The Financial Review*, 20(3), 78-78. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.1985.tb00256.x>.
- Loss, L. & Sarlo Neto, (2006) A. O Inter-relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos: Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras Negociadas na Bovespa. *Revista de Controladoria e Finanças*, 40, 52-66. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100005>.
- Marques, T. A.; Guimarães, T. M. & Peixoto, F. M. (2015) A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133. <https://doi.org/10.1590/167869712015/administracao.v16n4p100-133>
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433. Resgatado em 12 novembro, 2018, de www.jstor.org/stable/2351143.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963) Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 422-443. Resgatado em 13 agosto, 2018, de www2.bc.edu.
- Moser, W. J. & Puckett, A. (2009) Dividend Tax Clienteles: Evidence from Tax Law Changes. *The Journal of the American Taxation Association*, 31(1), 1-22. <https://doi.org/10.2308/jata.2009.31.1.1>.
- Naranjo, A.; Nimalendran, M. & Ryngaert, M. (1998) Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes. *The Journal of Finance*, 53(6), 2029-2057. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00082>.

- Pinkowitz, L.; Stulz, R. & Williamson, R. (2006) Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>.
- Rappaport, A. (2001) *Gerando valor para o acionista*. São Paulo: Atlas.
- Ribeiro, A. (2010) Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon. *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, 9(1-2), 15-25, 2010. Resgatado em 30 abril, 2019, de www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-44642010000100003.
- Rodrigues, R. L. & Ambrozini, M. A. (2016) 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, 43.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W. & Jaffe, J. F. (2008) *Administração Financeira*. (2ª. ed, 7ª. reimp.). São Paulo: Atlas.
- Santos, J. F. & Galvão, K. S. (2015) Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista FAE*, 18(1), 52-69. Resgatado em 22 novembro, 2019, de <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31>.
- Shavell, S. (1979) Risk sharing and incentives in the principal and agent relationship. *Bell Journal of Economics*, 10, 55-73. <https://doi.org/10.2307/3003319>
- Shefrin, H. M. & Statman, M. (1984) Explaining investor preference for cash dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90025-4](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90025-4).
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1986) Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488. Resgatado em 30 agosto, 2018, de www.jstor.org/stable/1833044.
- Silva Júnior, C. P. & Machado, M. A. (2015) A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 7(3), 8-20. <https://doi.org/10.5380/rcc.v7i3.36698>.
- Van Horne, J. C. (1998) *Financial management and policy* (1 ed.). New Jersey: Prentice-Hall.
- Vancin, D. F. & Procianoy, J. L. (2016) Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123. Resgatado em 17 julho, 2018, de www.lume.ufrgs.br.
- Zanon, A. R. M.; Araújo, C. G. & Nunes, A. (2017) Influência da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Empresas Brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 326-339. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v7i3.3844>.