



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**



NAYANA CRISTINA BRASILEIRO TOMAZ

**RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O PREÇO DA AÇÃO
DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA
2017**

NAYANA CRISTINA BRASILEIRO TOMAZ

**RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O PREÇO DA AÇÃO
DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão

**JOÃO PESSOA
2017**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

T655r Tomaz, Nayana Cristina Brasileiro.

Relação entre a distribuição de dividendos e o preço da ação das empresas listadas na B3 / Nayana Cristina Brasileiro Tomaz. – João Pessoa, 2017.
43f.

Orientador(a): Profº Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão.
Trabalho de Conclusão de Curso (Ciências Contábeis) – UFPB/CCSA.

1. Dividendos. 2. Preço da ação. 3. Setor de atuação. 4. Regressão quantílica. I. Título.

UFPB/CCSA/BS

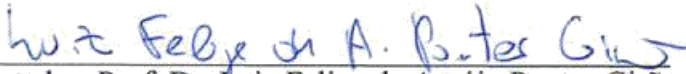
CDU:657(043.2)

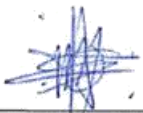
NAYANA CRISTINA BRASILEIRO TOMAZ

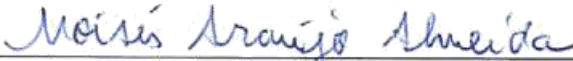
**RELAÇÃO ENTRE A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O PREÇO DA AÇÃO
DAS EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do Curso de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA


Orientador: Prof. Dr. Luiz Felipe de Araújo Pontes Girão
UFPB


Prof. Dr. Orleans Silva Martins
UFPB


Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida
UFPB

João Pessoa, 17 de maio de 2017.

AGRADECIMENTOS

A Deus toda honra, toda glória, todo louvor e toda adoração. Agradeço por ter me capacitado e me dotado de inteligência para cumprir essa etapa da minha caminhada, chamada de graduação, e por ter colocado pessoas tão maravilhosas em minha vida, pois nenhum desafio é vencido sozinho, portanto meus agradecimentos se estendem.

Aos meus pais, Judivan e Claudinete, que sempre me respeitaram e apoiaram minhas escolhas, embora nem sempre fossem condizentes com suas vontades, e por terem me educado na fé cristã católica para os desafios que iria encontrar na vida. Por vocês meu coração transborda de admiração e amor.

A minha irmã e amiga Natália que cresceu comigo e me proporcionou conhecer um amor muito singelo e bonito personificado em Letícia e Nikolas, meus sobrinhos, com quem aprendo tantas lições de vida com a inocência de ser criança.

Aos meus professores, em especial ao meu orientador, Prof. Felipe Pontes, por todo o incentivo não só a mim, na realização deste trabalho, mas a todos que o procuram e que realmente se dedicam à pesquisa.

Aos professores Orleans e Moisés que participaram como membros na minha banca de monografia e contribuíram tanto com suas considerações a este trabalho.

Ao Prof. Sinezio Maia e toda equipe do projeto de extensão Sala de ações, onde despertei o interesse pelo mercado de capitais e aprendi lições de trabalho em equipe executado com ética e seriedade que contribuiu bastante para a minha formação.

Aos meus colegas e amigos que estiveram comigo desde o início dessa caminhada, marcada por desafios que foram superados juntos. Não posso deixar de citar os nomes de Camila, Sabrina e Thayná, com as quais passei fins de semana inteiros respondendo listas de exercícios e estudando para as provas. Os períodos mais difíceis, para mim foram os melhores, pois estávamos ajudando umas às outras e isso fortaleceu uma amizade que não acaba aqui. Esses momentos estão eternizados na minha memória. E aos meus sócios da Solutions Ltda, Leony, Matheus e Reginete, cujo trabalho em equipe proporcionou grande aprendizado.

À Mestranda Geisa que sempre se dispôs a ajudar a mim e a meus colegas, desde quando era monitora na disciplina Contabilidade III até a coleta de dados deste trabalho, e continua solícita até hoje.

A todos que contribuíram de alguma forma para a conclusão da minha graduação e para a realização deste trabalho.

“Os investimentos em conhecimento geram os melhores dividendos”.

Benjamin Franklin

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo geral analisar se há relação entre a distribuição de dividendos e o preço da ação das empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), e se essa relação é influenciada pelo setor de atuação da companhia. A pesquisa foi fundamentada pela Teoria da Relevância dos Dividendos (LINTNER, 1956; GORDON, 1959) e pela Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961) e buscou verificar qual delas prevalece no mercado brasileiro de capitais. A amostra foi constituída por 154 empresas entre os anos de 2010 e 2015, totalizando 924 empresas-ano. Para alcance do objetivo proposto, foi estimado um modelo de regressão quantílica, tendo como variável dependente a rentabilidade por meio da valorização da ação e como variáveis independentes os índices *dividend yield* e *payout*, além das variáveis de controle tamanho e risco de geração de lucro. Os resultados apresentaram significância estatística ao nível de 5%, e apontam para uma relação positiva entre o *dividend yield* e a valorização da ação. Quanto às variáveis *payout*, tamanho e risco de geração de lucro, apenas o tamanho apresentou significância no quantil 0,25. Quando segregadas por setor, as únicas atividades nas quais observou-se relação estatisticamente relevante foram Bens Industriais, no quantil de 0,25, e Petróleo, Gás e Biocombustíveis. No entanto, a política de dividendos não foi considerada um bom critério para escolha dos ativos no setor de bens industriais, pois só exerce influência sobre o preço das empresas com menor retorno e, pela análise do retorno total, nota-se que os proventos em dinheiro não compensam essa baixa rentabilidade.

Palavras-chave: Dividendos. Preço da ação. Setor de atuação. Regressão quantílica.

ABSTRACT

This study aimed to analyze if there's relation between distribution of dividends and the stock price of companies listed in Brasil, Bolsa, Balcão (B3), and whether this relation is influenced by the company's sector. The research was based on the Dividend Relevance Theory (LINTNER, 1956; GORDON, 1959) and by the Dividend Irrelevance Theory (MILLER; MODIGLIANI, 1961) and sought to verify which one prevails in the Brazilian capital market. The sample consisted of 154 companies between 2010 and 2015, adding up to 924 companies per year. In order to reach the proposed objective, it was estimated a quantile regression model, with profitability as dependent variable through the stock valorization and as independent variables the dividend yield and payout, in addition to control, size and risk of profit generation. The results showed statistical significance at the level of 5%, and point to a positive relation between dividend yield and stock valorization. As for the payout, size and risk of profit generation variables, only size presented significance in the 0,25 quantile. When segregated by sector, the only activities in which a statistically relevant relation was observed were Industrial Goods, in the 0,25 quantile, and Oil, Gas and Biofuels. However, the dividend policy was not considered a good criterion for choosing assets in the Industrial Goods sector, since it only exerts influence on the price of companies with the lowest return and, by the total return analysis, it is noted that cash earnings do not compensate for this low profitability.

Keywords: Dividend. Stock prices. Industry. Quantile regression.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Quantidade de empresas por setor	22
Quadro 2 - Dados coletados no Sistema Economatica [®]	23

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra	22
Tabela 2 – Estatística descritiva do <i>dividend yield</i> por setor (%).....	28
Tabela 3 – Estatística descritiva do <i>payout</i> por setor (%)	30
Tabela 4 - Estatística descritiva do ativo total (mil) por setor.....	31
Tabela 5 - Estatística descritiva do risco de geração de lucro por setor (em módulo)	32
Tabela 6 – Regressão quantílica entre o retorno, o <i>dividend yield</i> , o <i>payout</i> e as variáveis de controle	32
Tabela 7 – Regressão quantílica entre o <i>dividend yield</i> , o <i>payout</i> e o retorno das ações por setor	34
Tabela 8 - Estatística descritiva da rentabilidade por setor (%)	36
Tabela 9 - Retorno total do setor de Bens Industriais por quantil (%)	36

LISTA DE ABREVIATURAS

AT	Ativo total
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
Bacen	Banco Central
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DIV	Total de dividendos distribuídos
DPA	Dividendos por ação
DY	<i>Dividend yield</i>
ICPC	Interpretação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis
IDIV	Índice de Dividendos da B3
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IRPJ	Imposto de Renda para Pessoa Jurídica
JCP	Juros sobre Capital Próprio
JCPA	Juros sobre Capital Próprio por ação
LL	Lucro Líquido
M&M	Miller e Modigliani
P	Preço da ação
Pay	<i>Payout</i>
Rent	Rentabilidade anual
Tam	Tamanho
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
1.1	Tema e Problema de Pesquisa	11
1.2	Objetivos	11
1.2.1	Objetivo Geral	11
1.2.2	Objetivos Específicos	12
1.3	Justificativa	12
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1	Política de dividendos e a maximização da riqueza.....	14
2.1.1	Teoria da relevância dos dividendos.....	14
2.1.2	Teoria da irrelevância dos dividendos	15
2.1.3	Teoria da preferência tributária	16
2.2	Proventos em dinheiro das empresas brasileiras.....	17
3	METODOLOGIA	21
3.1	Tipologia de Pesquisa	21
3.2	Coleta de dados e amostra	21
3.3	Procedimentos Metodológicos	24
3.3.1	Variável dependente	24
3.3.2	Variáveis independentes	24
3.3.3	Variáveis de controle	25
3.3.4	Modelo principal.....	26
3.4	Limitação do estudo.....	27
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	28
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	37
	REFERÊNCIAS	38
	APÊNDICE – A	42

1 INTRODUÇÃO

A relação entre a distribuição de dividendos e o retorno do acionista por meio da valorização da ação constitui um assunto de Finanças Corporativas bastante controverso. Dentre os estudos realizados sobre o tema, destacam-se duas principais correntes de pensamento: a Teoria da Relevância apresentada por Lintner (1956) e Gordon (1959) e a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de Miller & Modigliani - M&M (1961).

A teoria da relevância, também conhecida como teoria do pássaro na mão, baseia-se no pressuposto de que os investidores são, a princípio, conservadores, e que portanto, preferem a certeza do pagamento de dividendos agora do que a promessa de ganho de capital no futuro. Dessa maneira, Lintner (1956) e Gordon (1959) concluem que existe relação direta entre a distribuição dos dividendos e o preço da ação, considerando que os investidores precificam melhor os títulos de empresas com política de dividendos favorável.

Enquanto a teoria da irrelevância, apresentada por Miller e Modigliani (1961), defende que o investidor é, ou pelo menos deveria ser, indiferente à política de dividendos adotada pela companhia para precificar as ações. De acordo com essa corrente de pensamento, a distribuição de lucros aos acionistas e o preço da ação não possuem relação estatisticamente significativa.

Tendo em vista a importância da distribuição de proventos para a administração da empresa, o desafio é identificar se a política de dividendos afeta o valor agregado dos acionistas, propiciando uma valorização nos preços das ações. Nessa perspectiva, embora as teorias mencionadas existirem a mais de cinquenta anos, pesquisas mais recentes no mercado de capitais brasileiro ainda divergem quanto aos resultados.

Carneiro (2003) buscou verificar se há relação entre os proventos já distribuídos e a expectativa de proventos futuros, com o preço da ação. A pesquisa encontrou uma correlação positiva de 0,57. Segundo ele, a influência do pagamento de dividendos no país é maior do que o esperado, ainda que o mercado brasileiro seja regido por grandes investidores, sem um histórico de interesse em dividendos.

Enquanto Santana (2005) utilizou dados das empresas brasileiras desde 1998 até 2003 e constatou que não há relação estatisticamente significativa entre o retorno das ações e o rendimento dos dividendos, *dividend yield*, corroborando com a Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Corso, Kassai e Lima (2012), por sua vez, investigaram a relação entre a distribuição de dividendos e JCP, com o retorno da ação de empresas listadas na então Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), no período de 1995 à 2008. Os resultados da pesquisa apresentaram uma relação inversa entre os proventos distribuídos e o retorno das ações. Dessa forma, as empresas com maior distribuição dos lucros apresentam menor retorno. Quanto aos fatores que poderiam influenciar a distribuição de lucros, Santana (2006), buscou verificar se a política de dividendos é afetada por fatores determinantes, como o setor de atividade, a capacidade de geração de lucros e as oportunidades de crescimento e investimento da empresa. Nesta perspectiva, foi observado que somente a característica do setor de atividade contribui nessa relação.

O autor dividiu as empresas em consumo cíclico e não cíclico, e constatou que nas empresas de consumo não cíclico há relação positiva entre a variável *dividend yield* e o retorno da ação. Santana (2006) explica que isso acontece porque empresas de consumo não cíclico normalmente são menos afetadas por variações do ciclo econômico e, portanto, tem maior propensão a distribuir dividendos do que as de consumo cíclico.

1.1 Tema e Problema de Pesquisa

Diante dessas divergências, o presente estudo visa aplicar uma nova metodologia para identificar se o preço da ação das companhias brasileiras pode ser explicado pela política de dividendos adotada, respondendo à seguinte pergunta: **Existe relação entre a distribuição de dividendos e o preço da ação nos diferentes setores das empresas listadas na B3?**

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

De acordo com o exposto, este trabalho tem como objetivo geral analisar se há relação entre a distribuição de dividendos e a valorização do preço da ação nos diferentes setores de atividade das empresas listadas na B3.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Verificar os setores que mais distribuem seus lucros aos acionistas, em forma de dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio;
- Identificar se há relação entre a distribuição de dividendos e a valorização da ação;
- Analisar se esta possível relação se modifica conforme o setor em que a empresa está inserida;

1.3 Justificativa

A realização deste estudo justifica-se pela relevância da distribuição dos lucros para a administração da empresa, que visa maximizar o valor de mercado da companhia, aumentando a riqueza do acionista utilizando, entre outros instrumentos, a política de dividendos, a qual ainda não existe um consenso sobre sua influência no preço da ação. Também é significativo para os investidores reais e potenciais, a fim de ter embasamento teórico para fundamentar suas decisões de comprar, manter ou vender participações nas companhias brasileiras de acordo com a perspectiva de valorização do preço da ação decorrente da política de dividendos praticada pelas empresas.

A abordagem desse assunto é oportuna, pois, segundo Assaf Neto (2012), o perfil do investidor que prefere remuneração através da distribuição de lucros é mais conservador. Dessa forma, devido à forte retração da atividade econômica no país no ano de 2016, os investidores tendem a optar por investimentos com menor risco, fator que pode, por exemplo, explicar a alta do Índice de Dividendos da B3 (IDIV) de 2025,43 pontos¹ em 30 de dezembro de 2015 para 3250,54¹ em 29 de dezembro de 2016, representando uma rentabilidade de 60,49% em apenas um ano.

A singularidade da pesquisa consiste na separação por setor de acordo com a classificação da própria bolsa de valores, levando em consideração a possível influência da atividade exercida pela empresa na relação entre a valorização da ação e a distribuição de dividendos, uma vez que a política de dividendos pode variar de acordo com a necessidade de reinvestimentos de cada setor, incentivando a empresa reter lucros para suprir sua necessidade de financiamento, ou distribuí-los aos acionistas.

¹Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-de-segmento/indice-bm-bovespa-dividendos-idiv-estatisticas-historicas.htm. Acesso em: 10 fev. 2017

Outra particularidade desta pesquisa é a análise dos extremos: empresas que tiveram maiores e menores retornos, visto que, como apontado por Ohlson e Kim (2014), os *outliers* podem conter informações importantes, com métricas que recompensem fortemente os extremos. Portanto, o método utilizado foi a regressão quantílica que, segundo os autores supracitados, podem ser úteis para observar diferenças de um efeito através da distribuição de retornos pela valorização no preço. Também é usado para testar a robustez dos resultados na extremidade de cauda da distribuição e para reduzir o peso de *outliers* através da regressão mediana.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Diante dos objetivos traçados, este capítulo se destina a revisar a literatura existente sobre o conteúdo abordado, utilizando trabalhos anteriores para embasamento teórico que fundamentem os resultados que serão expostos nas seções posteriores.

2.1 Política de dividendos e a maximização da riqueza

Uma política de dividendos ideal é aquela que consegue gerar valor à empresa, maximizando a riqueza do acionista. O desafio para muitos é lograr êxito nessa missão. Como já mencionado, há duas principais correntes de pensamentos sobre a política de dividendos: a Teoria da Relevância, de Lintner (1956) e Gordon (1959), e a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de Miller & Modigliani (1961). Além destas, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) apresentam a Teoria da Preferência Tributária, cujos resultados divergem de acordo com as particularidades tributárias de cada país.

2.1.1 Teoria da relevância dos dividendos

A primeira teoria que buscou efetivamente estudar a influência do pagamento dos dividendos no preço da ação foi a Teoria da Relevância dos Dividendos, ou, como apresentada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), Teoria do Pássaro na Mão, preconizada por Lintner (1956) e Gordon (1959). Segundo essa corrente, a política de distribuição de lucro das empresas exerce influência direta no valor de mercado da companhia.

De acordo com Lintner (1956), a política de dividendos corporativos tem uma influência relativamente direta nas flutuações cíclicas e nas tendências de crescimento em longo prazo na economia. Segundo o autor, as economias em um dado período geralmente são, em grande parte, um subproduto da remuneração por meio de dividendos baseada em práticas e políticas bem estabelecidas.

Nesse sentido, o investidor que prefere a distribuição de lucro é, conforme apresenta Assaf Neto (2012), classificado com o perfil conservador, pois “o pagamento de dividendos reduz a incerteza e eleva, ao mesmo tempo, o valor da empresa” (ASSAF NETO, 2012). Por esse motivo, essa corrente ficou conhecida por Teoria do Pássaro na Mão, uma vez que o investidor prefere a certeza dos dividendos a incerteza do ganho de capital.

Carneiro (2003) caracteriza o mercado nacional como sendo regido por grandes investidores e sem um histórico de interesse em dividendos. Ainda assim, sua pesquisa encontrou correlação positiva entre a distribuição de dividendos e o preço da ação. E, segundo o autor, os dividendos futuros e o fluxo de caixa provenientes destes é que determinam o preço das ações, assim como ocorre nos mercados desenvolvidos.

Miotto (2003) constatou que “é mais rentável para o investidor, em longo prazo, investir nas ações das empresas que adotam políticas de altos *dividend yield*”. Segundo resultados de sua pesquisa “não se pode avaliar até que ponto os dividendos influenciam nos ganhos de capital. Entretanto, há fortes indícios de influência, pois as ações que pagaram menores taxas de dividendos foram as que apresentaram maiores perdas de capital”. (MIOTTO, 2003).

Há, ainda, pesquisas que indicam o inverso. Corso, Kassai e Lima (2012) estudaram as empresas com ações negociadas na bolsa entre os anos de 1995 e 2008 e encontraram correlação negativa entre o pagamento de dividendos e o retorno das ações, ou seja, quanto maior a distribuição de proventos menor o preço das ações da companhia.

O resultado das pesquisas de Miotto (2003), Carneiro (2003) e Corso, Kassai e Lima (2012) indicam que o mercado de capitais brasileiro está em conformidade com a teoria do pássaro na mão, e que, portanto, quanto mais as empresas distribuírem seus lucros, maior será seu valor de mercado.

2.1.2 Teoria da irrelevância dos dividendos

A principal conjectura oposta à Teoria do Pássaro na Mão foi desenvolvida no início da década de 1960 por Miller e Modigliani (1961), que defendiam a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Essa corrente postula que “o valor que uma empresa paga em dividendos é irrelevante e que os acionistas deveriam ser indiferentes a respeito da política de dividendos” (DAMODARAN, 2004).

Dessa forma, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 637) sobre esta teoria discorrem que “o valor da empresa é determinado somente por sua capacidade de geração de lucro e pelo risco do negócio”. Segundo Assaf Neto (2014), a influência da política de dividendos em atrair os investidores e conseqüente elevação do preço da ação no mercado, conforme os adeptos dessa teoria, justifica-se por duas premissas: o conteúdo informacional dos dividendos e o efeito clientela.

Assaf Neto (2014) explica o conteúdo informacional dos dividendos como a sinalização que a empresa transmite ao mercado de acordo com sua política de distribuição de lucros. Se aumentam os dividendos, a companhia compromete-se a pagar esses rendimentos nos próximos exercícios, indicando uma boa capacidade na geração de lucro. Se, ao contrário, ela reduzir a distribuição dos lucros, indicará ao mercado uma mudança nos resultados esperados, sinalizando uma queda no desempenho da empresa.

Já o efeito clientela é explicado pela preferência dos investidores pelas ações de empresas que tenham política de dividendos compatível com suas expectativas pois, se o investidor está posicionado em uma empresa que paga dividendos além de suas expectativas, ele pode reinvesti-los aumentando sua participação societária na companhia comprando mais ações. Enquanto o investidor que está posicionado em uma empresa que paga dividendos abaixo do desejado, pode criá-los por meio da venda de partes de suas ações. Dessa forma a política de dividendos é decisiva para escolha da empresa e não deve ter efeito sobre o preço da ação.

Todavia, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) afirmam que Miller e Modigliani (1961) não poderiam estar certos, uma vez que sua teoria seria válida em um mercado perfeito em que não existisse impostos e custos de corretagens, o que não corresponde à realidade, diante dos custos de transação das operações de compra e venda de ações.

Os estudos de M&M (1961) são ainda contestados por Angelo e Angelo (2006) que afirmam que a política de pagamento de dividendos afeta a riqueza do acionista não só quanto pela escolha do projeto ou com as imperfeições de mercado, mas também com os impostos pessoais.

Quanto às pesquisas nacionais que corroboram com a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, Santana (2005) afirma que não há uma relação significativa e positiva entre a variável *dividend yield*, que quantifica a rentabilidade dos dividendos e o retorno total do acionista.

Embora existam críticas à teoria da irrelevância, Santana (2005) não encontrou relação entre as variáveis *dividend yield* e o retorno do acionista e que portanto o investidor é indiferente à política de dividendos da empresa na precificação de ativos na bolsa de valores.

2.1.3 Teoria da preferência tributária

Além dessas principais correntes Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), apresentam a Teoria da Preferência Tributária. Nesse sentido os autores preconizam que “os investidores

estariam dispostos a pagar mais pelas empresas com baixa distribuição do que por outras empresas similares com alta distribuição de dividendos”. Isso porque, nos Estados Unidos, a alíquota máxima para ganho de capital é de 20% e sobre os dividendos incide uma alíquota efetiva de 39,6%. Nessa perspectiva, por pagarem menos tributos, os investidores preferem que as empresas reinvestam os lucros para obterem maior retorno em ganho de capital.

No entanto, esta teoria está condicionada ao regime tributário de cada país. No Brasil, “os dividendos são isentos de tributação, porém os ganhos de capital, desde 1988, sofrem incidências de tributação para pessoas físicas e desde 1977 para pessoas jurídicas” (ZAGONEL, 2013).

Portanto:

Nas atuais condições em que estão sendo tributados os dividendos e os ganhos de capital, a Preferência Tributária apresenta a mesma ideia que a do Pássaro na Mão, ou seja, as duas defendem, por motivos diferentes, que é bom para os acionistas investirem em empresas que pagam bons dividendos. (MIOTTO, 2003).

Sobre a Teoria da Preferência Fiscal, Pasuch (2006) estudou as ações negociadas na então Bovespa de 1986 até 2005, no intuito de verificar a influência da tributação sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. A pesquisa constatou que os impostos não influenciam o pagamento de dividendos, ou o comportamento das empresas contraria a lógica financeira.

Zagonel (2013), por sua vez, constatou que “as companhias procuram maximizar a riqueza dos acionistas distribuindo mais lucros via dividendos quando a tributação incidente é menor, e menos lucros quando a tributação incidente é maior”.

De acordo com essa teoria, as empresas brasileiras, devido sua legislação tributária, para maximizar o valor de mercado da empresa, deve adotar uma política de dividendos favorável.

2.2 Proventos em dinheiro das empresas brasileiras

De acordo com Assaf Neto (2012), doutrinariamente, as sociedades por ações devem, em princípio, distribuir todo o lucro aos seus acionistas, ao passo que a retenção que deve ser justificada.

No Brasil, existem duas maneiras das firmas remunerarem seus acionistas: os dividendos e os JCP. Segundo Damodaran (2004, p. 537) os dividendos são, tradicionalmente, o principal meio utilizado pelas companhias abertas (firmas publicamente negociadas) para

propiciar o retorno do dinheiro ou de recursos a seus acionistas. Sobre eles, a legislação societária brasileira, Lei nº 6.404/76, em seu art. 202, determina a distribuição compulsória de uma parcela do lucro líquido aos acionistas a título de dividendos obrigatórios. Esse percentual deve estar descrito no estatuto da empresa, ou, se omissivo, corresponderá a 50% do lucro líquido ajustado, segundo as normas da mencionada lei.

De acordo Assaf Neto (2012, p. 567), “por uma pressão da legislação sobre as sociedades anônimas, que existiam à época em que essa lei foi introduzida, uma boa parte delas, hoje, tem em seu estatuto que o dividendo mínimo obrigatório é de 25% do lucro líquido ajustado”. Percebe-se, pois, que a política de dividendos adotada pelas companhias brasileiras é bastante influenciada pela legislação vigente no país, o que impede as empresas e seus acionistas de decidirem qual a melhor política para maximização da riqueza.

Verifica-se que a legislação que dispõe sobre a distribuição compulsória foi idealizada para proteção dos acionistas minoritários, mas, de acordo com Araújo (1996), a maioria dos acionistas prefere que a empresa efetue bons investimentos, ficando a distribuição de dividendos em segundo plano. Tal constatação indica uma contradição entre a legislação e o interesse dos investidores.

Além dos dividendos obrigatórios, previsto em lei, é ainda facultada às empresas a distribuição de dividendos intermediários, conforme disposto no § 2º do art. 204 da Lei das Sociedades Anônimas, em que o estatuto poderá autorizar à administração a declaração de dividendos à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral.

Os dividendos, porém, não são a única maneira de provento em dinheiro para remuneração dos acionistas. O mercado brasileiro conta ainda com os Juros sobre Capital Próprio, estabelecidos pela Lei nº 9.249 em seu art. 9º, que entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 1996 para substituir a correção monetária dos balanços no Brasil, e, segundo a interpretação ICPC - 08 (R1) - Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos², “é prática usual das sociedades distribuírem-nos aos seus acionistas e imputarem-nos ao dividendo obrigatório, nos termos da legislação vigente” (p. 3).

Os JCP são calculados aplicando a variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), do Banco Central (Bacen), sobre as contas do patrimônio líquido do ano imediatamente anterior ao pagamento dos JCP. Eles são contabilizados como despesa

² Interpretação publicada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Disponível em: http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/90_ICPC08%20R1_%2001062012_sem_anexo_2_limpo.pdf. Acesso em: 28 mai. 2017.

financeira, sendo equiparados à remuneração do capital de terceiros e, portanto, dedutíveis do IRPJ, e, a partir de 1997, com as alterações do art. 78 e do art. 88, inciso XXVI, da Lei nº 9.430/96, esse tipo de remuneração passou também a serem dedutíveis da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL).

Martins et al. (2010), sobre os JCP, discorre que sua contabilização como despesa financeira resulta em graves prejuízos à comparabilidade das demonstrações contábeis, uma vez que, por esses juros serem facultativos, algumas empresas os contabilizam e outras não, e propõe sua apropriação como se dividendos fossem, devido às características embutidas no critério.

Outra crítica aos JCP diz respeito a sua nomenclatura, pois, segundo Ambrozini (2011), a palavra “juros” sugere uma contraprestação fixa. O autor enfatiza que a natureza de remuneração do capital próprio é diferente da de capital de terceiros e, portanto, não deveria receber a mesma denominação que a remuneração de empréstimos e financiamentos.

No entanto, nota-se que, a partir da criação dos JCP, a legislação propiciou às empresas uma forma de benefício fiscal. Segundo Libonati, Lagiola e Maciel (2008), para a companhia os JCP constituem a melhor alternativa de remuneração quando comparado ao pagamento de dividendos, devido à economia tributária proporcionada à fonte pagadora dos rendimentos.

Entretanto, para Biasio e Mecca (2009).

O grau do benefício depende de algumas variáveis relacionadas com a empresa que paga os juros e com os beneficiários dos mesmos e que os estudos devem ser feitos caso a caso, não se podendo generalizar. No entanto, na maioria dos casos o lançamento dos juros sobre o capital próprio sempre gera um benefício fiscal e financeiro para a empresa que efetua o seu lançamento. (BIASIO; MECCA, 2009).

Dessa forma, a empresa pode utilizar esse tipo de remuneração aos acionistas para planejamento tributário, como sugerido por Campos et al. (2011), pois, segundo o autor, quando o beneficiário for pessoa física, sempre se constituirá uma economia tributária. estudos indicam há relação entre o setor da companhia com a política de dividendos adotada. Fonteles et al (2012) buscou verificar quais eram os condicionantes da política de distribuição de lucro das sociedades de capital aberto brasileiras e verificou que a atividade da empresa constitui um dos determinantes para uma política de dividendos elevada. Observou ainda que as empresas que integram o Índice Dividendos BM&FBovespa (IDIV), cuja carteira é composta de companhias que se destacam em termos de remuneração dos investidores por meio de dividendos e JCP são, em sua maioria, pertencentes aos setores de Utilidade Pública e

Financeiro e Outros, representando, junto com o consumo não cíclico, 75% das empresas que integram a carteira desse índice.

Ainda sobre a influência do setor de atuação das empresas na rentabilidade dos dividendos, Santana (2006) buscou verificar se os fatores determinantes da política de dividendos causam alguma influência na relação entre a variável *dividend yield* e o retorno das ações. Os resultados demonstram que, dentre os fatores estudados, apenas o setor de atividade apresentou relação entre a distribuição dos dividendos e o retorno da ação. Segundo o autor, “somente ao se considerar a amostra empresas de setores não cíclicos, é que se encontra uma relação positiva e estatisticamente significativa entre as variáveis mencionadas” (SANTANA, 2006).

Portanto, este estudo empregará a separação das empresas por setor de atividade, de acordo com a classificação proposta pela bolsa de valores, levando em consideração que a atividade exercida pela companhia é determinante para a política de dividendos adotada, e que, portanto, a opinião do investidor quanto a exigência de remuneração através de proventos em dinheiro pode ser alterada de acordo com o setor de atuação da empresa, como sugerido por estudos precedentes.

Baseado no efeito clientela, espera-se que haja uma maior relação entre a distribuição de dividendos e o preço da ação nas empresas de utilidade pública e de consumo não cíclico, que são, dos segmentos analisados, as companhias com maioria na composição da carteira do IDIV. Entre os demais setores, espera-se uma relação positiva, porém menor, devido às condições tributárias da legislação brasileira.

3 METODOLOGIA

Este capítulo está estruturado em quatro seções em que a primeira destina-se a apresentar a tipologia de pesquisa empregada, a segunda descreve os dados coletados e a amostra obtida, a terceira detalha os procedimentos metodológicos utilizados para alcance dos resultados, e a última expõe as limitações encontradas na realização deste estudo.

3.1 Tipologia de Pesquisa

Segundo a tipologia de pesquisa apresentada por Beuren et al (2006), este estudo é classificado, quanto aos objetivos, como pesquisa descritiva/explicativa. Classifica como descritiva em decorrência do emprego de técnicas estatísticas bem delimitadas para obtenção dos dados e alcance dos resultados, e como explicativa porque busca identificar os fatores que contribuem para os resultados obtidos.

Quanto aos procedimentos, classifica-se como documental, pois a obtenção de dados foi realizada através da base de dados do Economatica[®], e receberam tratamento analítico de acordo com os objetivos da pesquisa; e como bibliográfica, devido à consulta de informações e conhecimentos prévios sobre o assunto abordado em livros e artigos científicos publicados em periódicos e/ou apresentados em congressos.

Em relação à abordagem, trata-se de um estudo quantitativo, devido à aplicação de técnicas estatísticas, para tratamento dos dados e interpretação destes.

3.2 Coleta de dados e amostra

A amostra dessa pesquisa consiste nas empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão B3 entre os anos de 2010 e 2015. Esse período foi escolhido devido o processo de convergência das normas contábeis ao padrão internacional ter se tornado obrigatório no país a partir do ano de 2010 e, de acordo com Santos, Starosky e Klann (2014), a adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) pode exercer influência no *value relevance* das empresas, impactando no retorno da ação.

Inicialmente a amostra foi constituída por 370 empresas, das quais foram excluídas as companhias do setor “Financeiro e Outros” (89 empresas), devido à dificuldade de comparabilidade com as demais entidades, mediante as particularidades de suas demonstrações contábeis, restando 281 companhias.

Foram ainda deduzidas 127 empresas que não possuíam todos os dados requisitados para alcance dos objetivos da pesquisa, principalmente o preço das ações devido à baixa negociabilidade, impossibilitando o cálculo da rentabilidade pela valorização da ação e do *dividend yield*, e a falta de informações sobre a distribuição de proventos em dinheiro. Assim, as empresas que possuíam dados faltantes em pelo menos um dos seis anos analisados, foram excluídas da amostra, optando-se por pela disposição da amostra em painel desbalanceado.

Portanto, a amostra final foi reduzida ao total de 154 empresas, conforme demonstrado na Tabela 1, totalizando, nos seis anos analisados, 924 observações (empresas-ano).

Tabela 1 – Composição da amostra

Amostra inicial	370
(-) Empresas do setor “Financeiro e outros”	89
(-) Empresas com dados faltantes em pelo menos um dos anos do período analisado	127
(=) Amostra final	154

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Após a coleta de dados, as empresas foram classificadas segundo o critério setorial da B3, de acordo com a atividade que exercem. As companhias foram enquadradas em um dos seguintes agrupamentos: Bens Industriais, Consumo Cíclico, Consumo não Cíclico, Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo Gás e Biocombustíveis, Saúde, Tecnologia da Informação, Telecomunicações e Utilidade Pública.

Segundo o site da B3, o critério para a classificação setorial foi elaborado considerando-se, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas companhias, sendo considerado para fins de classificação o produto ou serviço que mais contribui para a formação de receita da empresa.

Essa classificação foi adotada para verificar se a possível relação entre as variáveis estudadas são influenciadas pelo setor ao qual a empresa está inserida. A quantidade das empresas de cada setor é demonstrada no Quadro 1.

Quadro 1 – Quantidade de empresas por setor

Setor	Quantidade de empresas	Número de observações	Participação na amostra geral (%)
Bens industriais	30	180	19,48
Consumo cíclico	46	276	29,87
Consumo não cíclico	13	78	8,44

(Continua...)

(Continuação)

Setor	Quantidade de empresas	Número de observações	Participação na amostra geral (%)
Materiais básicos	22	132	14,28
Petróleo gás e biocombustíveis	5	30	3,25
Saúde	6	36	3,90
Tecnologia da informação	3	18	1,95
Telecomunicações	5	30	3,25
Utilidade pública	24	144	15,58
Total	154	924	100,00

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Os dados coletados na base de dados do Economática[®] são apresentados no Quadro (2).

Quadro 2 - Dados coletados no Sistema Economática[®]

Dado	Descrição
$P_{i,t}$	Preço da ação i no dia 30 de abril do exercício seguinte ao analisado.
$P_{i,t-1}$	Preço da ação i no dia 30 de abril do exercício analisado.
$DPA_{i,t}$	Dividendos por ação da empresa i , no período t .
$JCPA_{i,t}$	Juros sobre Capital Próprio por ação da empresa i , no período t .
$DIV_{i,t}$	Total de dividendos distribuídos pela empresa i , no período t .
$JCP_{i,t}$	Total de JCP distribuídos pela empresa i
$LL_{i,t}$	Lucro líquido da empresa i
$AT_{i,t}$	Ativo total da empresa i

Fonte: Dados coletados (2017).

Das empresas que possuem mais de uma ação negociada na bolsa, foi considerado apenas o título (ação preferencial ou ordinária) com maior liquidez, para evitar a duplicidade de informação de uma mesma companhia.

A data da cotação escolhida para analisar o retorno foi o dia 30 de abril devido essa ser a data limite para a convocação da Assembleia Geral Ordinária, na qual é apresentada, dentre outros assuntos, a proposta de distribuição do lucro auferido pela empresa no exercício imediatamente anterior.

3.3 Procedimentos Metodológicos

Após a coleta de dados, foram calculados a rentabilidade da ação por meio da valorização do preço, os índices *dividend yield* e *payout*, o ln do ativo que representa o tamanho das companhias, e o risco de geração de lucro, conforme descrito a seguir.

3.3.1 Variável dependente

Para identificar se há significativa relação entre as variáveis independentes e o preço da ação das companhias, será utilizado, como variável dependente, o retorno obtido com a valorização da ação, calculado pela equação (1):

$$rent_{i,t} = \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \right) * 100 \quad (1)$$

Sendo:

$rent_{i,t}$ = rentabilidade anual da ação i no período t ;

$P_{i,t}$ = preço da ação i no período t ;

$P_{i,t-1}$ = preço da ação i no período $t-1$.

3.3.2 Variáveis independentes

As métricas utilizadas para mensuração da política de dividendos das empresas foram as variáveis *dividend yield* e *payout*.

O *dividend yield* “indica a remuneração do acionista realizada sobre o capital investido (valor pago pela empresa). Trata-se de um índice criado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações” (SILVA JR.; MACHADO, 2015). Esse índice é obtido pela equação (2):

$$DY_{i,t} = \frac{DPA_{i,t} + JPA_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (2)$$

Sendo:

$DY_{i,t}$ = *dividend yield* da empresa i , no período t ;

$DPA_{i,t}$ = dividendo por ação da empresa i , no período t ;

$JPA_{i,t}$ = juros sobre capital próprio por ação da empresa i , no período t ;

$P_{i,t-1}$ = preço da ação i , no período $t-1$.

Todavia, o *dividend yield* não deve ser analisado isoladamente devido à influência do preço nesse indicador, pois, se o preço estiver muito baixo, o *dividend yield* será elevado, dando a impressão de que a empresa distribuiu muitos dividendos, o que nem sempre é verdade. Portanto, foi considerado também o índice *payout*, que equivale ao percentual de lucro distribuídos aos acionistas na forma de dividendos ou JCP. Esse indicador foi calculado conforme equação (3):

$$Pay_{i,t} = \frac{DIV_{i,t} + JCP_{i,t}}{LL_{i,t}} \quad (3)$$

Sendo:

$Pay_{i,t}$ = índice *payout* da empresa i , no período t ;

$DIV_{i,t}$ = dividendos da empresa i , distribuídos no período t ;

$JCP_{i,t}$ = juros sobre capital próprio da empresa i , distribuídos no período t ;

$LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i , no período t .

Optou-se pela utilização dessas duas variáveis explicativas devido às características de cada uma serem distintas, sendo ambas importantes para a seleção de uma carteira de dividendos. Enquanto o *dividend yield* mensura a rentabilidade por meio de dividendos, o *payout* demonstra quanto do lucro da empresa está sendo distribuído. Ou seja, esta última expressa a política de dividendos da empresa em percentual, e a primeira indica quanto que o acionista consegue de rentabilidade de acordo com o preço pago na ação. Percebe-se pois que, embora ambas as variáveis sejam calculadas baseadas nos dividendos distribuídos, são empregadas com objetivos diferentes e, portanto, como demonstrado na matriz de correlação apresentado apêndice A, não existe forte correlação entre essas duas variáveis.

3.3.3 Variáveis de controle

Considerando que outros fatores podem influenciar no preço da ação, foram adicionadas ao método duas variáveis de controle, proporcionando maior robustez na análise

dos resultados. São elas:

- a) **Tamanho:** representado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa;
- b) **Risco de geração de lucro:** calculado pelo coeficiente de variação do lucro líquido dos últimos três anos, tendo em vista que quanto maior a variação dos lucros de uma empresa mais arriscado auferir resultado econômico satisfatório, e tende a ser mal vista, perdendo valor de mercado.

3.3.4 Modelo principal

Em síntese, a equação linear empregada para alcance dos objetivos foi composta pela variável dependente rentabilidade, pelas variáveis explicativas *dividend yield* e *payout* e pelas variáveis de controle tamanho e risco de geração de lucro, expressado pela equação (4):

$$rent_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DY_{i,t} + \alpha_2 Pay_{i,t} + \alpha_3 tam_{i,t} + \alpha_4 risco_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Sendo:

$rent_{i,t}$ = rentabilidade anual da ação i no período t ;

$DY_{i,t}$ = *dividend yield* da empresa i , no período t ;

$Pay_{i,t}$ = índice *payout* da empresa i , no período t ;

$tam_{i,t}$ = tamanho da empresa i , no período t , representado por \ln (ativo);

$risco_{i,t}$ = risco de geração de lucro da empresa i , no período t , calculado pelo coeficiente de variação dos lucros líquidos dos últimos três anos;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório da ação i no período t .

Foi empregada a técnica de regressão quantílica proposta por Koenker e Bassett (1978) para analisar a influência dessas variáveis no preço da ação, pois, segundo Duarte, Girão e Paulo (2016), é possível aplicar regressões sem usar medidas de correções aos *outliers*, já que a regressão quantílica utiliza os quantis para estimar os coeficientes dos modelos lineares estatísticos e os quantis são pouco sensíveis a eles, além de não haver necessidade de testar a presença de heteroscedasticidade.

Além disso, com o uso da regressão quantílica é possível analisar os efeitos diferentes das variáveis de interesse e controle, conforme os diferentes níveis da variável dependente. Por exemplo, é possível verificar se as empresas que tiveram maiores retornos são afetadas de forma diferente daquelas que tiveram menores retornos pelas variáveis de interesse.

3.4 Limitação do estudo

Diante da imprevisibilidade dos títulos de renda variável - neste caso o mercado de capitais brasileiro - o estudo não pode indicar uma carteira de ativos que trará maior retorno futuramente, mas afirmar que ações de empresas que adotaram determinada política de distribuição de lucros foram mais rentáveis que outras, no período de 2010 a 2015, segundo as variáveis e os procedimentos utilizados. Portanto, a pesquisa se limita a encontrar padrões que indiquem ou não a influência da política de dividendos no preço da ação no período analisado.

Outra limitação do estudo é a ausência das companhias do setor financeiro devido às particularidades de suas demonstrações contábeis, que impossibilita a comparabilidade com as demais empresas da B3.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Antes de analisar os resultados das regressões, faz-se necessário apresentar as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nessa pesquisa, especialmente do *dividend yield* e do *payout*, separadas por setor de atividade para alcance do primeiro objetivo específico deste estudo.

Apresenta-se na Tabela 2 a descrição da variável *dividend yield* por setor, como forma de verificar qual atividade oferece maior rentabilidade por meio de proventos em dinheiro.

Tabela 2 – Estatística descritiva do *dividend yield* por setor (%)

Setor	Número de observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Bens industriais	180	2,94	2,24	0,00	18,18	0,0342918
Consumo cíclico	276	3,43	1,71	0,00	160,81	0,1020852
Consumo não cíclico	78	1,39	5,09	0,00	17,60	0,0246703
Materiais básicos	132	2,25	1,17	0,00	14,44	0,0295043
Petróleo gás e biocombustíveis	30	1,62	1,81	0,00	5,98	0,0164645
Saúde	36	4,45	1,72	0,00	29,85	0,0444762
Tecnologia da informação	18	1,64	2,02	0,00	4,03	0,0145959
Telecomunicações	30	6,60	2,41	0,00	53,77	0,1089593
Utilidade pública	144	7,40	5,51	0,00	43,55	0,0748859
Geral	924	3,64	1,93	0,00	160,81	0,0730979

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

De acordo com o exposto, percebe-se que as empresas com maior rentabilidade por meio de dividendos e Juros sobre Capital Próprio são as de utilidade pública, com *dividend yield* médio de 7,40%. A justificativa para esse resultado pode ser atribuída à composição da carteira desse setor, sendo constituído de empresas do segmento de energia elétrica e de água e saneamento, uma vez que as companhias elétricas lideram em pagamento de dividendos, contemplando 6 das 30 melhores pagadoras de dividendos, segundo Figo (2016), perdendo apenas para o setor financeiro, que não foi analisado neste estudo. Tamaña participação pode estar associada à dinâmica seguida pela maioria dessas empresas que, como apontado por Ayres (2011), após instalarem sua infraestrutura, conseguem prover o serviço sem necessidades de grandes investimentos e, portanto, seu fluxo de caixa pode ser distribuído aos acionistas sem prejudicar sua operacionalidade.

Em seguida apresentam-se com rentabilidade média superior à média geral as companhias de telecomunicações e Saúde, com retornos de 6,60% e 4,45%, respectivamente. Sobre estes dois últimos setores não se pode emitir muita opinião devido à amostra ser muito pequena, como verificado no Quadro 1, sendo composta por 5 empresas de telecomunicações e 6 de saúde, enviesando os resultados, principalmente o setor de telecomunicações, cujo desvio padrão foi muito elevado, e teve sua média influenciada pela alta distribuição da OI S.A. no ano de 2012 quando a empresa realizou dois pagamentos de dividendos relativos ao resultado auferido no ano de 2011, distribuindo cerca de R\$ 2,5 bilhões³, o que equivale a aproximadamente R\$ 1,53 por ação. Quanto ao setor de saúde, nota-se que, embora tenha uma rentabilidade média alta, a maior parte das empresas distribuem poucos dividendos, o que é comprovado pela mediana que apresenta *dividend yield* de 1,72%.

Com base na mediana, outro setor bastante rentável foi o de consumo não cíclico, com rentabilidade de 5,09%. Segundo Santana (2006) esse setor não é muito afetado por variações no ciclo econômico e, portanto, tem maior propensão a distribuir seus lucros aos acionistas,. Ainda assim, foi observado que, das 78 observações empresa-ano, 34 não distribuíram dividendos, portanto estas têm *dividend yield* igual a zero.

Outro destaque observado foi o setor de consumo cíclico que obteve o maior *dividend yield* da amostra, conseguindo um retorno de 160,81% apenas com a distribuição dos lucros. Este valor muito discrepante dos demais é referente ao ano de 2011 da empresa Monark que, em 2010, seu lucro bruto sobre vendas líquidas teve uma evolução de 29%⁴ para 34%³. A companhia então propôs altos dividendos que só foram pagos no ano seguinte, obtendo alta rentabilidade por meio de dividendos em 2011.

Como destaques negativos podem-se citar os setores de petróleo, gás e biocombustíveis e de tecnologia da informação, com rentabilidade de 1,62% e 1,64%, respectivamente. Assim como nas empresas de saúde e de telecomunicações, não se podem fazer afirmações concretas em relação aos setores de petróleo, gás e biocombustível e de tecnologia da informação, em virtude de um número reduzido de observações.

Mas, como mencionado anteriormente, o *dividend yield* sozinho não é um bom parâmetro de comparação, devido à influência de um instrumento de mercado (preço) que pode estar desvalorizado e elevar o retorno, mesmo sem a empresa ter uma política de

³ Disponível em:

<https://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=26434&CodigoTipoInstituicao=2>. Acesso em: 30 abr. 2017.

⁴ Disponível em:

<https://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=5708&CodigoTipoInstituicao=2>. Acesso em: 25 abr. 2017.

dividendos favorável. Portanto, optou-se por analisar também o *payout* das companhias, como demonstrado na Tabela 3.

Tabela 3 – Estatística descritiva do *payout* por setor (%)

Setor	Número de observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Bens industriais	180	54,35	26,59	-197,88	2.494,56	2,035675
Consumo cíclico	276	31,07	16,66	-942,05	1.085,98	1,155446
Consumo não cíclico	78	19,58	5,09	-136,89	176,77	0,4574306
Materiais básicos	132	80,01	0	-997,60	8.097,31	7,213817
Petróleo gás e biocombustíveis	30	29,20	9,77	-59,91	151,34	0,2919952
Saúde	36	69,65	30,70	-58,21	323,51	0,8921113
Tecnologia da informação	18	25,04	8,37	-32,84	94,57	0,3407634
Telecomunicações	30	58,55	18,87	-12,16	342,50	0,8350851
Utilidade pública	144	42,13	43,78	-2.591,10	626,54	2,404566
Geral	924	44,20	20,86	-2.591,10	8097,31	3.07673

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Os *payouts* negativos representam empresas que, mesmo com prejuízos, distribuíram dividendos. Com base nesta última tabela percebe-se que, das empresas listadas na bolsa, as que, em média, mais distribuem seus lucros aos acionistas são as de materiais básicos, seguidas dos setores de saúde e de telecomunicações, com *payout* médio de 80,01%, 69,65% e 58,55%, respectivamente.

Os resultados são semelhantes aos apresentados na Tabela 2 quanto às empresas de saúde e telecomunicações, mas, como exposto anteriormente, não se podem tirar conclusões a partir desses setores, devido à amostra ser muito pequena. Quanto às demais empresas, percebe-se que os resultados foram divergentes em relação ao *dividend yield*, sendo as empresas de material básico a maior média frente à análise do percentual de lucros distribuídos aos acionistas. Porém, o setor teve um elevado desvio padrão, tendo o maior percentual da amostra de 8.097,31% correspondente à sólida distribuição de dividendos e JCP da empresa Vale S.A. no ano de 2013, cujo montante de US\$ 4,5 bilhões⁵ propiciou uma rentabilidade de 6,58%, enquanto no ano de 2015 a mesma empresa apresentou *payout* negativo devido ao prejuízo decorrente do resultado financeiro líquido da empresa que registrou uma perda de R\$ 36,5 bilhões decorrente de operações de hedges mal sucedidas e

⁵ Disponível em:

<https://www.rad.cvm.gov.br/ENETCONSULTA/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?NumeroSequencialDocumento=35249&CodigoTipoInstituicao=2>. Acesso em: 30 abr. 2017

variações monetárias e cambiais. Percebe-se pois que esse setor foi bastante influenciado pelos *outliers*, tendo nove observações com distribuição acima de 100%, mas, se utilizar a mediana como parâmetro de comparação, o setor foi o pior de todos com 0% de *payout*, pois 56 observações não distribuíram dividendos, e 20 observações distribuíram proventos em dinheiro mesmo apresentando prejuízo, o que acarretou em *payout* negativo em 15,15% da amostra setorial.

Diante dos resultados da tabela 3 pode-se concluir que as melhores empresas para pagamento de dividendos são as de bens industriais, que possuem *payout* acima da média geral e menor desvio padrão, apresentando uma mediana de 26,59%, e as de utilidade pública que, embora tenham um *payout* médio um pouco abaixo da amostra geral, possuem a maior mediana demonstrando que a maioria dessas empresas distribuem mais do que a média do setor, além de apresentar maior rentabilidade, conforme verificado na Tabela 2.

Os destaques negativos em relação à distribuição de dividendos ficaram, como os de *dividend yield*, com as companhias de consumo não cíclico, de petróleo, gás e biocombustíveis, e de tecnologia de informação.

Devido à amostra do total do ativo não se enquadrar no teste de normalidade utilizou-se a função do logaritmo natural (ln) na regressão. No entanto, para a análise descritiva do tamanho das empresas, utilizou-se o ativo total em milhares de reais conforme apresentado na Tabela 4.

Tabela 4 - Estatística descritiva do ativo total (mil) por setor

Setor	Número de observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Bens industriais	180	3391483	1159740	15348	4.56e+07	5678611
Consumo cíclico	276	3138076	1988100	5970	2.05e+07	3757399
Consumo não cíclico	78	1.27e+07	4488441	30461	1.23e+08	2.04e+07
Materiais básicos	132	2.53e+07	4310833	68926	3.46e+08	5.89e+07
Petróleo gás e biocombustíveis	30	1.55e+08	22892100,5	24218	9.00e+08	2.87e+08
Saúde	36	1798042	1149162	377105	4691811	1370517
Tecnologia da informação	18	1419692	1494331	342002	2662075	616625.2
Telecomunicações	30	3.47e+07	24773599	447159	1.03e+08	3.28e+07
Utilidade pública	144	1.80e+07	9644702	1067195	1.72e+08	2.97e+07
Geral	924	1.54e+07	3126933,5	5970	9.00e+08	6.35e+07

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Em média as maiores empresas são as de Petróleo, Gás e Biocombustíveis, mas o desvio padrão é também o mais elevado, pois a média está sendo influenciada pela Petrobras, que, em tamanho, é muito superior as demais.

Quanto à variável risco de geração de lucro, representada pelo coeficiente de variação dos lucros auferidos pelas empresas nos últimos três anos, optou-se por analisar o módulo do coeficiente, pois, as companhias que obtiveram prejuízo apresentavam risco negativo.

Tabela 5 - Estatística descritiva do risco de geração de lucro por setor (em módulo)

Setor	Número de observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Bens industriais	180	3,36	0,58	0,01	107,16	13,52727
Consumo cíclico	276	1,54	0,48	0,01	40,11	3,695527
Consumo não cíclico	78	1,43	0,60	0,02	27,29	3,252926
Materiais básicos	132	3,04	0,97	0,004	86,94	8,759043
Petróleo gás e biocombustíveis	30	1,25	0,87	0,10	5,31	1,292482
Saúde	36	0,92	0,28	0,09	16,57	2,727719
Tecnologia da informação	18	1,32	0,40	0,12	7,17	1,995064
Telecomunicações	30	1,41	0,73	0,03	9,28	2,032916
Utilidade pública	144	0,91	0,31	0,01	19,19	2,090707
Geral	924	1,941	0,53	0,004	107,163	7,30314

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Após análise descritiva das variáveis, procedeu-se o estudo com os resultados da regressão quantílica, com base nos quantis 0,25, 0,50 e 0,75, apresentados conforme Tabela 6.

Tabela 6 – Regressão quantílica entre o retorno, o *dividend yield*, o *payout* e as variáveis de controle

Variáveis	Quantil 0,25		Quantil 0,50		Quantil 0,75	
	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Constante	-0,6046124	0,000	-0,3023613	0,052	0,0100051	0,969
DY_{i,t}	1,16384	0,030	1,511071	0,001	1,298714	0,004
Pay_{i,t}	0,0001963	0,978	-0,0022128	0,800	-0,0050463	0,536
Tam_{i,t}	0,0192365	0,001	0,0126291	0,212	0,008777	0,576
Risco	-0,0030111	0,712	-0,0040057	0,311	0,0009619	0,772
Pseudo R²	0,0353		0,0288		0,0131	

DY = *dividend yield* da empresa *i*, no período *t*; Pay = índice *payout* da empresa *i*, no período *t*; Tam = logaritmo natural do ativo total da empresa *i*, no período *t*; Risco = módulo do coeficiente de variação do lucro líquido dos últimos três anos.

Nota: amostra composta por 924 observações, no período de 2010 a 2015, utilizando painéis desbalanceados.

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

De acordo com os resultados apresentados, a única variável que possui significância em todos os quantis ao nível de 5% é o *dividend yield*, conforme demonstrado pelo p-valor apresentado na Tabela 6. Portanto, baseado nos valores expostos, atingiu-se o segundo objetivo específico ao concluir que há relação entre a rentabilidade dos dividendos e o retorno do acionista por meio da valorização da ação. Percebe-se ainda que, como esperado, a correlação entre a variável independente, *dividend yield*, e a dependente, rentabilidade, é positiva. Este resultado corrobora com a Teoria da Relevância dos dividendos e com a da Preferência Tributária, pois quanto maior a rentabilidade por meio da distribuição de provento, maior a valorização do preço da ação.

Com relação às demais variáveis estudadas, *payout*, tamanho e risco de geração de lucro, nenhuma apresentou significância estatística, exceto o tamanho no quantil 0,25, porém o coeficiente é muito pequeno, aproximadamente 0,02, para se tirar conclusões.

Quanto à análise do efeito do *dividend yield* no retorno por valorização do preço da ação por quantil, foi feito um teste de hipóteses para saber se os coeficientes são iguais nos três quantis analisados, portanto, foi testado a equação (5) a seguir.

$$(q25)DY = (q50) = (q75) \quad (5)$$

Sendo:

$(q25)DY$ = coeficiente do *dividend yield* no quantil 0,25;

$(q50)DY$ = coeficiente do *dividend yield* no quantil 0,50;

$(q75)DY$ = coeficiente do *dividend yield* no quantil 0,75.

O teste F foi igual a 0,4890, pode-se concluir então que o teste não rejeitou a hipótese nula de que os coeficientes são iguais e portanto o efeito do *dividend yield* na variável dependente é semelhante nos três quantis analisados (0,25 , 0,50 e 0,75), e possui relação positiva com o preço da ação.

Por último, foram analisadas as regressões separadas de acordo com o setor de atuação das empresas. O resultado, evidenciado na Tabela 7, é ainda apresentado de acordo com os quantis 0,25, 0,50 e 0,75. Todavia as regressões dos setores de Petróleo, Gás e Biocombustíveis e de Tecnologia da Informação foram analisados apenas o quantil 0,50, que representa a mediana, devido à quantidade reduzida de observações.

Tabela 7 – Regressão quantílica entre o *dividend yield*, o *payout* e o retorno das ações por setor

Setor	Variáveis	Quartil 0,25		Quartil 0,50		Quartil 0,75	
		Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Bens Industriais (180 observações)	Constante	-0,8715452	0,001	-0,5685526	0,125	-0,1813855	0,643
	DY	3,095969	0,047	2,808954	0,082	5,487801	0,058
	Pay	-0,0022419	0,935	-0,0108477	0,704	-0,0284963	0,635
	Tam	0,0354727	0,048	0,0302933	0,248	0,0169953	0,575
	Risco	-0,0020026	0,760	-0,0025311	0,638	0,0018414	0,700
	Pseudo R ²	0,0731		0,0452		0,0658	
Consumo Cíclico (276 observações)	Constante	-0,3748158	0,203	-0,4037221	0,106	0,1059726	0,805
	DY	0,3645495	0,786	1,520894	0,131	1,160736	0,208
	Pay	-0,0276283	0,691	-0,0543507	0,237	-0,0490302	0,219
	Tam	0,0049083	0,806	0,0177056	0,324	0,0028424	0,915
	Risco	-0,0203118	0,253	-0,0001677	0,982	-0,0023651	0,882
	Pseudo R ²	0,0187		0,0232		0,0142	
Consumo Não Cíclico (78 observações)	Constante	-0,6592951	0,134	-0,6257517	0,228	-0,3731393	0,654
	DY	0,4231662	0,933	3,002944	0,156	-0,0724925	0,984
	Pay	0,0926227	0,640	0,0123919	0,936	0,1299436	0,622
	Tam	0,0315489	0,323	0,0388527	0,271	0,0340528	0,540
	Risco	-0,0083019	0,726	-0,0148969	0,831	0,0644812	0,502
	Pseudo R ²	0,0640		0,0659		0,0322	
Materiais Básicos (132 observações)	Constante	-1,012836	0,002	-0,0800954	0,814	0,0327981	0,923
	DY	1,443291	0,302	2,422309	0,212	1,460879	0,470
	Pay	0,0003343	0,976	-0,0007688	0,973	-0,0027132	0,938
	Tam	0,0382904	0,084	-0,0081304	0,709	-0,0025461	0,905
	Risco	0,0028871	0,620	0,0004714	0,925	-0,0003932	0,984
	Pseudo R ²	0,0463		0,0182		0,0132	
Petróleo, Gás e Biocombustíveis (30 observações)	Constante	-	-	-0,7498492	0,419	-	-
	DY	-	-	21,18878	0,020	-	-
	Pay	-	-	-0,0428926	0,854	-	-
	Tam	-	-	0,0041486	0,942	-	-
	Risco	-	-	0,1602937	0,078	-	-
	Pseudo R ²	-		0,1558		-	
Saúde (36 observações)	Constante	1,428328	0,546	3,80388	0,005	-0,503801	0,852
	DY	-1,989706	0,518	0,3672734	0,917	5,26489	0,181
	Pay	0,1896649	0,336	-0,0406052	0,879	-0,3909936	0,135
	Tam	-0,1134213	0,479	-0,2611039	0,010	0,0709254	0,717
	Risco	-0,0184944	0,865	-0,0358139	0,717	-0,0691484	0,577
	Pseudo R ²	0,1681		0,1379		0,1843	

(Continua...)

(Continuação)

Setor	Variáveis	Quartil 0,25		Quartil 0,50		Quartil 0,75	
		Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor	Coefficiente	p-valor
Tecnologia da Informação (18 observações)	Constante	-	-	3,954439	0,525	-	-
	DY	-	-	13,28852	0,407	-	-
	Pay	-	-	0,1624013	0,688	-	-
	Tam	-	-	-0,3045211	0,509	-	-
	Risco	-	-	-0,0530634	0,604	-	-
	Pseudo R ²	-		0,3108		-	
Telecomunicações (30 observações)	Constante	-0,837089	0,576	-2,269544	0,128	-0,3417467	0,908
	DY	-1,088876	0,669	-0,5402373	0,801	-0,4628742	0,820
	Pay	0,1095972	0,761	-0,0931499	0,833	0,0523127	0,868
	Tam	0,351414	0,729	0,13635	0,183	0,0465196	0,790
	Risco	-0,0589773	0,354	-0,0435185	0,462	-0,1349909	0,073
	Pseudo R ²	0,1943		0,1407		0,0885	
Utilidade Pública (144 observações)	Constante	0,2583394	0,690	0,6491201	0,269	0,0607743	0,934
	DY	0,9037225	0,058	0,4756135	0,257	0,3254553	0,526
	Pay	0,0067173	0,882	0,012172	0,843	-0,0172296	0,771
	Tam	-0,0244831	0,544	-0,0365745	0,332	0,0106031	0,821
	Risco	-0,0417654	0,324	-0,0264819	0,511	0,010833	0,749
	Pseudo R ²	0,0666		0,0307		0,0133	

DY = *dividend yield* da empresa *i*, no período *t*; Pay = índice *payout* da empresa *i*, no período *t*; Tam = logaritmo natural do ativo total da empresa *i*, no período *t*; Risco = módulo do coeficiente de variação do lucro líquido dos últimos três anos.

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

Ao nível de significância de 5% os únicos setores cuja valorização da ação tiveram influência da rentabilidade dos dividendos foram os de bens industriais no quantil 0,25, e o de petróleo, gás e biocombustíveis. Este resultado foi divergente do esperado, cujo esperado era que os setores com maior participação Índice Dividendos BM&FBovespa (IDIV) fossem melhor precificados por uma política de dividendos favorável, principalmente em decorrência do efeito clientela, em que o investidor posiciona seu capital em empresas que atendam suas expectativas de proventos em dinheiro.

O setor de bens industriais é caracterizado por grandes flutuações no decorrer do período analisado nessa pesquisa, como pode ser observado pelo desvio-padrão da rentabilidade apresentado na Tabela 8, o que pode ter influenciado o investidor a preferir a certeza dos dividendos do que a expectativa de ganho de capital, precificando melhor as empresas com política de dividendos favorável, e explicar o resultado deste estudo.

Tabela 8 - Estatística descritiva da rentabilidade por setor (%)

Setor	Número de observações	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio-padrão
Bens industriais	180	-3,62	-6,04	-95,01	252,94	0,4549924
Consumo cíclico	276	-4,51	-12,25	-86,88	170,37	0,4273346
Consumo não cíclico	78	3,59	-0,16	-78,57	166,67	0,3751164
Materiais básicos	132	-7,50	-14,49	-81,79	377,78	0,5444531
Petróleo gás e biocombustíveis	30	-20,53	-17,59	-89,74	61,74	0,4116093
Saúde	36	14,96	14,83	-54,77	133,02	0,4224593
Tecnologia da informação	18	-13,69	-10,11	-61,76	27,62	0,2331656
Telecomunicações	30	-8,04	-14,01	-81,95	88,40	0,4485376
Utilidade pública	144	7,99	9,85	-85,30	107,99	0,3303992
Geral	924	-2,18	-6,46	-95,01	377,78	0,4364681

Fonte: Dados da pesquisa (2017).

No entanto, como a relação só foi estatisticamente significativa no quantil 0,25, ou seja, nas empresas em que os acionistas tiveram menores retornos com a valorização da ação, fez-se necessário analisar o retorno total (valorização da ação e proventos distribuídos), para saber se o pagamento de dividendos tem compensado os retornos baixos, conforme exposto na Tabela 9 a seguir.

Tabela 9 - Retorno total do setor de Bens Industriais por quantil (%)

Quantil	0,25	0,50	0,75
Retorno total	-50,69	-4,75	56,21

Fonte: Dados da pesquisa 2017.

Percebe-se que, comparando os retornos totais, o critério de dividendos não é interessante para decisão de comprar ações no setor de Bens industriais, visto que, o *dividend yield* só influencia as empresas com menores retornos e os proventos pagos não compensam os baixos retornos, apresentando no quantil 0,75 o maior retorno total mesmo que a distribuição de lucros não interfira no preço da ação.

Quanto à relação entre o preço das ações e o *dividend yield* no setor de petróleo, gás e biocombustíveis, esta pode ser explicada pela alta influência da Petrobras, diante do número reduzido de observações. Os investidores podem exigir maior retorno por meio da distribuição de dividendos devido à interferência do governo e aos constantes escândalos envolvendo a estatal, que aumentam o risco de geração de lucro, como nos anos de 2014 e 2015, nos quais a empresa apresentou prejuízo.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O propósito deste trabalho foi analisar se há relação entre a política de dividendos das companhias listadas na B3 e a valorização do preço de suas ações, além de verificar se essa relação pode ser influenciada pelo setor de atuação da empresa. Diante dos resultados demonstrados, observa-se que, na amostra geral, existe relação entre o *dividend yield* e o preço da ação, apresentando correlação positiva entre essas duas variáveis.

Pelo exposto, as evidências apontam que o mercado de capitais brasileiro está em conformidade com a Teoria da Relevância dos Dividendos, o que pode ser justificado pela vantagem tributária atribuída aos dividendos frente ao ganho de capital, pela legislação brasileira. Porém, nas amostras setoriais, as únicas atividades que apresentaram significância estatística, ao nível de 5%, foram os setores de bens industriais, no quantil 0,25, e de petróleo, gás e biocombustíveis.

Como a relação só foi estatisticamente significativa nas empresas de bens industriais com menores retornos, foram analisados os retornos totais (valorização do preço mais proventos) do segmento. O resultado demonstrou que os dividendos não são um bom critério de seleção para o setor de bens industriais, pois a distribuição de lucros não compensa um menor retorno pela valorização, ainda que o pagamento elevado aumente o preço.

Pode-se atribuir as contribuições deste trabalho à literatura de finanças corporativas, bem como de finanças pessoais, deduzindo-se que os investidores brasileiros, no geral, precificam melhor as ações de empresas com bom pagamento de dividendos. Como limitação à pesquisa foi observado a quantidade restrita de observações, principalmente quando separadas por setor.

REFERÊNCIAS

AMBROZINI, Marcelo Augusto. **Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. 2011. 245 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração e Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-15122011-163251/pt-br.php>>. Acesso em: 05 fev. 2017.

ANGELO, Harry de; ANGELO, Linda de. The Irrelevance of the MM Dividend Irrelevance Theorem. *Journal of Financial Economics*. V. 79. 2006, p.293–315.

ARAÚJO, Claudia Affonso Silva. **A política de dividendos das empresas brasileiras: empresas vs acionistas**. 1996. 137 f. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas) – Instituto de Pós-graduação e Pesquisa em Administração, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 1996.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012. 762 p.

_____. **Fundamentos de administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. 380 p.

AYRES, M. D. As 12 empresas que mais pagaram dividendos nos últimos anos. **EXAME.com**. 2011. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/as-12-empresas-que-mais-distribuiram-dividendos-nos-ultimos-anos/>>. Acesso em: 19 abr. 2017.

BEUREN, Ilse Maria; LONGARAY, André Andrade; RAUPP, Fabiano Maury; SOUSA, Marco Aurélio Batista de; COLAUTO, Romualdo Douglas; PORTON, Rosimere Alves de Bona. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BIASIO, Roberto; MECCA, Marlei Salete. Juros sobre o capital próprio: uma ótima opção de planejamento tributário para o fortalecimento do capital de giro e do capital próprio das empresas. In: CONGRESSO VIRTUAL BRASILEIRO DE ADMINISTRAÇÃO, 6, 2009. **Anais eletrônicos...**

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 14 fev. 2017.

BRASIL. Lei nº 9249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 26 dez. 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 14 fev. 2017.

BRASIL. Lei nº 9430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 27 dez. 1996. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9430.htm>. Acesso em: 14 fev. 2017.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404 e na Lei nº 6.385. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 31 out. 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em: 14 fev. 2017.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

CARNEIRO, A. R. **A relação do preço da ação com os proventos pagos e as expectativas de proventos futuros no mercado brasileiro**. 2003. 47 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2003.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Interpretação Técnica ICPC 08 (R1): Contabilização da Proposta de Pagamento de Dividendos (BV 2011)**. Brasília, 2012. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/90_ICPC08%20_R1_%2001062012_sem_anexo_2_limpo.pdf>. Acesso em: 29 dez. 2016.

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; DE LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. **REPeC**, Brasília, v.6, n. 2, art. 3, p. 154-169, 2012.

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

DUARTE, Filipe Coelho de Lima; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; PAULO, Edilson. Avaliando Modelos Lineares de Value Relevance: Eles Captam o que Deveriam Captar? **Revista de Administração Contemporânea**. 2016.

FIGO, Anderson. As 30 ações que pagam mais dividendos. EXAME.com. 2016. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/as-30-acoes-que-pagam-mais-dividendos/>>. Acesso em: 19 abr. 2017.

FONTELES, Islane Vidal; PEIXOTO JÚNIOR, Cláudio Azevedo; GALLON, Alessandra Vasconcelos; DE LUCA, Márcia Martins Mendes. **Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da bm&fbovespa**. Contabilidade vista e revista, v. 23, n. 3. 2012.

GORDON, Myron. Dividends, Earnings, and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, p. 99-105, 1959.

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDICIBUS, Sérgio de. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010. 822 p.

KOENKER, Roger; BASSETT JR., Gilbert. **Regression Quantiles**. **Econometrica**, v. 46, n. 1, p.33-50, 1978.

LIBONATI, Jeronymo José; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira; MACIEL, Carolina Veloso. Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18, 2008. Gramado. **Anais eletrônicos**. Gramado, 2008.

LINTNER, John. Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earning, and Taxes. **American Economic Review**, v. 46 p. 97-113, 1956.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, v.34, p.411-433, 1961.

MIOTTO, Alissiano Francisco. **A política de dividendos e a maximização da riqueza dos Acionistas**. 2003. 79 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2003.

OHLSON, J. A.; KIM, S. Linear valuation without OLS: the Theil-Sen estimation approach. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 1, p. 395-435, 2014.

PASUCH, Diogo Fávero. A política de dividendos e tributação no Brasil. 2006. 136 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo. 2006.

CAMPOS, Daniel Martins de; RIBEIRO, Antônio Marcos Dias; PEDRO, Leandro Santos; HORITA, Ricardo Yoshio. Juros sobre o capital próprio (JSCP) como ferramenta de Planejamento tributário. III Encontro Científico e Simpósio de Educação Unisalesiano, 2011.

SANTANA, Luciene. Relação entre Dividend yield e retorno total ao acionista abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. III Simpósio FUCAPE de produção científica. 2005.

SANTANA, Luciene. **Relação entre Dividend yield e retorno total ao acionista abordando aspectos determinantes da política de dividendos:** um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças FUCAPE, Vitória. 2006.

SANTOS, Alexandre Corrêa dos; STAROSKY FILHO, Loriberto; KLANN, Roberto Carlos. Efeitos do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade no *value relevance* das demonstrações contábeis de organizações brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v.11, n.22, p. 95-118, 2014.

SILVA JR., Claudio Pilar da; MACHADO, Márcio André Veras. A influência da política de dividendos sobre a volatilidade das ações. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 7, n.3, p. 8-20, set./dez. 2015.

ZAGONEL, Timóteo. **Política de dividendos, tributação e governança corporativa no Brasil.** 2013. 84 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2013.

APÊNDICE – A

Matriz de correlação entre o retorno, o *dividend yield*, o *payout* e as variáveis de controle

	Retorno	DY	Pay	Tam	Risco
Retorno	1.0000				
DY	0.1278	1.0000			
Pay	-0.0040	0.1146	1.0000		
Tam	0.0312	0.1292	0.0846	1.0000	
Risco	-0.0362	-0.0546	-0.0433	-0.0171	1.0000

DY = *dividend yield* da empresa i , no período t ; Pay = índice *payout* da empresa i , no período t ; Tam = logaritmo natural do ativo total da empresa i , no período t ; Risco = módulo do coeficiente de variação do lucro líquido dos últimos três anos.

Nota: amostra composta por 924 observações, no período de 2010 a 2015, utilizando painéis desbalanceados.

Fonte: Dados da pesquisa (2017)