



INFLUÊNCIA DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS NO VALOR DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

INFLUENCE OF DIVIDEND POLICY ON MARKET VALUE OF BRAZILIAN COMPANIES

INFLUENCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS EN EL VALOR DE MERCADO DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS

André Ricardo Moncaio Zanon

Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB)
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte
70910-900 – Brasília/DF, Brasil
E-mail: zanonandre@gmail.com

Clésio Gomes de Araújo

Mestrando em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB)
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte
70910-900 – Brasília/DF, Brasil
E-mail: araujo_valle@yahoo.com.br

André Nunes

Doutor em Economia pela Universidade de Brasília
Professor Adjunto da Universidade de Brasília
Endereço: Campus Darcy Ribeiro - Prédio da FACE - Asa Norte
70910-900 – Brasília/DF, Brasil
E-mail: andrenunes@unb.br

ABSTRACT

This paper intends to verify the influence of the decision to distribute dividends on the value of companies. There are studies which support that dividend policy is relevant for the determination of the value of the companies, while other studies, following the work of Modigliani and Miller, which support that distribution of dividends is irrelevant. To achieve that objective, a model was created to verify the relationship between the market value and the distributed dividends, using the Market to Book (ratio between market value and book value of the company) and Payout (ratio between dividends and company's earnings per share). The methodological procedure utilized was a regression with panel data estimated to verify a possible impact of the distribution of profits on the market value of the selected companies, using data from 33 companies that were listed at the same time in the Ibovespa and the Novo Mercado, in June 2017, based on the quarterly accounting information disclosed in the period from 01/01/2000 to 03/31/2017. As results of the research, no evidence was found that there is a relationship between the market value of the companies analyzed and the level of dividend distribution adopted in the period. However, when dividend distributions are disregarded in periods of loss, it is possible to infer that there is a positive relationship between the market value of the companies and the level of dividend distribution adopted.

Recebido em 02.02.2017. Recomendado para publicação em 14.07.2017. Publicado em 18.08.2017



Licensed under a Creative Commons Attribution 3.0 United States License

Key-words: Dividend policy. Market value. New Market. Payment.

RESUMO

Este artigo pretende verificar qual a influência da decisão de distribuir dividendos no valor das empresas. Existe uma corrente segundo a qual a política de dividendos é relevante para a determinação do valor das empresas, enquanto que existe outra, que segue o trabalho de Modigliani e Miller, segundo a qual a distribuição dos dividendos é irrelevante. Para tanto, foi criado um modelo que buscou verificar a relação entre o valor de mercado e os dividendos distribuídos, utilizando-se as variáveis *Market to Book* (razão entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa) e *Payout* (razão entre os dividendos e o lucro por ação da empresa). Como procedimento metodológico foi estimada uma regressão com dados em painel para verificar um possível impacto da distribuição de lucros no valor de mercado das empresas selecionadas, tendo sido utilizados dados de 33 empresas que faziam parte tanto do Ibovespa quanto do Novo Mercado em junho de 2017, com base das informações contábeis trimestrais divulgadas no período de 01/01/2000 a 31/03/2017. Como resultados da pesquisa não foram encontradas evidências de que há relação entre o valor de mercado das empresas analisadas e o nível de distribuição de dividendos adotado no período. Porém, quando são desconsideradas as distribuições de dividendos em períodos que houve prejuízo, é possível inferir que existe uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado.

Palavras-chave: Política de dividendos. Valor de mercado. Novo Mercado. *Payout*.

RESUMEN

Este artículo pretende comprobar la influencia de la decisión de distribuir dividendos en el valor de las empresas. Hay una corriente según la cual la política de dividendos es relevante para la determinación del valor de las empresas, mientras que hay otra, que sigue el trabajo de Modigliani y Miller, según la cual la distribución de los dividendos es irrelevante. Para atender a ese objetivo, se creó un modelo que buscó verificar la relación entre el valor de mercado y los dividendos distribuidos, utilizando las variables *Market to Book* (razón entre el valor de mercado y el valor contable de la empresa) y *Payout* (razón entre los valores Los dividendos y el beneficio por acción de la empresa). Como procedimiento metodológico se estimó una regresión con datos en panel para verificar un posible impacto de la distribución de beneficios en el valor de mercado de las empresas seleccionadas, habiendo sido utilizados datos de 33 empresas que formaban parte tanto del Ibovespa y del Nuevo Mercado en junio de 2017, sobre la base de la información contable trimestral divulgada en el período comprendido entre el 01/01/2000 al 31/03/2017. Como resultados de la investigación no se encontraron evidencias de que hay relación entre el valor de mercado de las empresas analizadas y el nivel de distribución de dividendos adoptado en el período. Sin embargo, cuando se desconsideran las distribuciones de dividendos en períodos que hay pérdidas, es posible inferir que existe una relación positiva entre el valor de mercado de las empresas y el nivel de distribución de dividendos adoptado.

Palabras clave: Política de dividendos. Valor comercial. Nuevo Mercado. *Payout*.

1 - INTRODUÇÃO

A decisão entre distribuir ou reter lucros é um tema bastante discutido em finanças, uma vez que interessa aos gestores saber qual a quantidade adequada de lucros a serem

distribuídos aos acionistas e a percepção do mercado a respeito da política de dividendos adotada pela empresa. Nesse contexto, a política de dividendos e sua possível influência no valor de mercado das empresas tem despertado o interesse de muitos pesquisadores, sendo objeto de vários estudos.

O trabalho seminal de Miller e Modigliani (1961) alavancou as discussões a respeito da relevância da política de dividendos sobre o valor da empresa ao apresentar argumentos no sentido de que, sob a hipótese de mercado perfeito, os resultados distribuídos aos acionistas não alteram o valor da empresa; o que ficou conhecido como Teoria da Irrelevância dos Dividendos.

Contrariando a Teoria da Irrelevância proposta por Miller e Modigliani (1961); Lintner (1962) e Gordon (1963) advogam teoria segundo a qual há uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu o valor de mercado.

Observa-se que a controvérsia em torno da relevância da política de dividendos há muito tempo tem suscitado estudos teóricos e empíricos, que em muitos dos casos apresentam evidências em sentidos opostos.

Os resultados dos estudos sobre relevâncias dos dividendos demonstram que não há consenso sobre se a política de dividendos tem influência no valor das empresas. Nesse sentido, observa-se que existem estudos que apresentaram resultados que indicam haver relação entre o valor da empresa a sua política de dividendos e outros que não encontraram evidências nesse sentido.

Dessa forma, a busca de uma solução pela observação empírica deveria, em princípio, equacionar a polêmica. Entretanto, observa-se que, mesmo com a pesquisa empírica não há consenso entre os resultados dos estudos que buscam verificar se a política de dividendos tem influência sobre o valor das empresas. Existem estudos que apresentaram resultados que indicam haver relação entre o valor da empresa a sua política de dividendos e outros que não encontraram evidências nesse sentido.

Como exemplos de estudos empíricos nessa área que utilizaram dados de empresas que negociam ações no mercado brasileiro, podemos citar o trabalho de Forti, Peixoto e Alves (2015) e Corso, Kassi e Lima (2012), o qual encontrou resultados que corroboram a hipótese de relevância dos dividendos no valor de mercado das empresas. Já o trabalho de Silva e Dantas (2015), ao utilizarem instituições financeiras listadas na BMF&Bovespa, encontraram evidências no sentido de irrelevância da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras pesquisadas.

Com o objetivo de acrescentar à discussão desse assunto que não está superado no meio acadêmico, este artigo pretende verificar se há evidências de que a política de distribuição de dividendos apresentou alguma influência sobre o valor das empresas selecionadas. Este estudo envolveu uma amostra contendo 33 empresas listadas na B3 (nova denominação da BMF&Bovespa), que faziam parte tanto do Ibovespa quanto do Novo Mercado em junho de 2017.

Este artigo se estrutura em seis seções, sendo a primeira essa introdução. Na segunda seção é feita uma breve revisão teórica sobre a relevância dos dividendos. A terceira parte trata de estudos sobre a influência da decisão de distribuir dividendos no valor das empresas. A metodologia é apresentada na quarta parte. A quinta seção evidencia os resultados da pesquisa e, finalmente, na sexta seção, são apresentadas as considerações finais.

2 - REFERENCIAL TEÓRICO

A política de dividendos pode ser explicada a partir de diversas teorias, tais como: a teoria da irrelevância ou relevância dos dividendos; a teoria da sinalização; a teoria da agência; o efeito clientela; e a teoria residual dos dividendos.

Apesar de existirem diversas teorias voltadas para explicar a política de dividendos, nenhuma delas isoladamente consegue maior destaque em relação às demais. Na visão de Assaf Neto (2014) cada teoria é capaz de oferecer uma parcela de explicação da política de dividendos e sua importância na formação do valor da empresa sem, contudo, oferecer soluções completas e definitivas para a questão. Deste modo, uma política de dividendos deve ser estabelecida, em última análise, visando à maximização da riqueza dos acionistas da empresa.

Ainda de acordo com Assaf Neto (2014), a decisão de reter lucros deve ser tomada somente quando as oportunidades de investimentos nos negócios da empresa forem economicamente mais atraentes do que aquelas dispostas alternativamente aos acionistas.

Para Ross (2008) as empresas encaram a decisão de pagamento de dividendos como uma decisão muito importante, pois é através dela que se determina os volumes de recursos distribuídos aos acionistas e os retidos para reinvestimento. Sendo que a política de dividendos também pode transmitir informação ao acionista a respeito do desempenho da empresa.

Desde o trabalho seminal de Miller e Modigliani (1961), que será comentado a seguir, muitas pesquisas têm buscado investigar a existência de relevância da política de dividendos sobre o valor da empresa. Assim, percebe-se que a controvérsia em torno da relevância da política de dividendos há muito tempo tem suscitado vários estudos teóricos ou empíricos, que em muitos dos casos apresentam evidências em sentidos opostos.

Conforme já mencionado, existe uma discussão sobre se a distribuição de dividendos é relevante ou não para acionistas das empresas. Existe corrente de pesquisa segundo a qual a política de dividendos é relevante, enquanto que há outra, que segue o trabalho de Modigliani e Miller, segundo a qual a distribuição dos dividendos é irrelevante para a determinação do valor de mercado de uma ação.

Modigliani e Miller (1961) sustentam que, em mercados perfeitos, ou seja, onde não há impostos ou custos de transação, a política de dividendos é irrelevante para os acionistas das empresas. A valorização das ações está relacionada com o montante dos dividendos distribuídos, sendo que as empresas que mais pagam costumam oferecer uma valorização menor de suas ações, mas oferecem aos acionistas um retorno condizente com o risco do investimento. Por sua vez, as empresas que distribuem menos dividendos devem apurar uma valorização maior de suas ações, oferecendo aos acionistas um retorno total de forma a também remunerar o risco do investimento.

Importante destacar que a teoria de indiferença dos dividendos está sustentada por certas premissas: a) não há incidência de impostos; b) inexistência de custos de transação; e c) os resultados não distribuídos são reinvestidos pela empresa em projetos com retornos capazes de manter o valor da ação.

Modigliani e Miller sugerem que se um investidor deseja receber os valores que não foram distribuídos, ele pode vender parcela de seu capital acionário, formada pela valorização das ações, de forma a obter os recursos de que necessita. Por outro lado, quando a empresa distribuir um volume mais alto de dividendos, o investidor pode comprar suas ações. Dessa forma, na visão desses autores, a política de dividendos de uma empresa não é capaz de afetar o valor das suas ações.

Os adeptos dessa corrente propõem, ainda, que a riqueza da empresa seja função de seu potencial econômico de gerar lucros (decisões de investimentos em ativos) e não que os

resultados sejam divididos entre dividendos em dinheiro e lucros retidos (ASSAF NETO, 2014 p. 578).

Em contraposição ao que apregoam Modigliani e Miller, a teoria da relevância dos dividendos entende que os acionistas se preocupam com a forma pela qual os resultados líquidos de uma empresa são repartidos. Dentre os trabalhos que defendem essa teoria, destacam-se os estudos de Lintner (1962) e de Gordon (1963), os quais defendem que, em um mundo de incertezas, os investidores preferirão receber dividendos o quanto antes.

Segundo Assaf Neto (2014), existem vários argumentos favoráveis à relevância dos dividendos para a determinação da riqueza dos acionistas, que podem ser expostos da seguinte maneira: i) investidores com necessidades permanentes de caixa costumam priorizar o pagamento de dividendos; ii) como a retenção dos lucros baseia-se em expectativa futura de maiores dividendos, e a opção de distribuição envolve a certeza de seu recebimento no presente, os acionistas são normalmente levados a atribuir diferentes graus de risco a essas decisões, vindo, conseqüentemente, a afetar o valor de mercado das ações; iii) diferentes tributações sobre dividendos e ganhos de capital podem definir preferências sobre a forma de rendimentos; iv) a política de dividendos pode ser utilizada como um mecanismo para a empresa ajustar sua estrutura de capital, visando levar seu endividamento para um nível admitido como ótimo; e v) as empresas ajustam seus dividendos procurando sinalizar seu desempenho futuro esperado.

Além desses argumentos, as teorias que serão tratadas logo a seguir se baseiam na relevância da política de dividendos.

De acordo com contribuições apresentados por Pettit (1972) e Miller e Rock (1985), a Teoria da Sinalização dos Dividendos apregoa que a decisão sobre distribuição de dividendos transmite ao mercado sinais sobre o desempenho futuro da empresa. Nesse sentido, segundo Teoria da Sinalização dos Dividendos, alterações na política de dividendo tendem a influenciar o valor de mercado das ações da empresa.

Dessa forma, quando a distribuição de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir positivamente a este fato, pois as expectativas sobre o desempenho futuro da entidade caminham na mesma direção. Noutro sentido, uma redução na distribuição de dividendos é recebida como uma má notícia acerca das expectativas sobre o desempenho futuro da empresa.

Jensen e Mecklingm (1976) ao discorrerem sobre a Teoria da Agência asseveram que esta teoria visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle do capital da empresa, o que origina assimetria de informações, elava os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente. De acordo com esta teoria, o “principal” é o proprietário e o agente é o indivíduo contratado para desempenhar a atividade em nome do principal. Nas organizações, essas funções são desempenhadas, respectivamente, pelos proprietários e administradores.

Loss e Sarlo Neto (2003) asseguram que um dos itens conflitantes da relação principal-agente é a política de dividendos. Ainda de acordo com a visão de Loss e Sarlo Neto, como a política de dividendos é estabelecida pela administração das entidades e os lucros retidos estão sob o seu controle, os acionistas cercam-se de incertezas acerca dos motivos que levam os administradores a restringirem os pagamentos de dividendos.

Na visão de La Porta *et al* (2000) o problema pode tomar proporções maiores para acionistas minoritários, pois, se os dividendos não lhes forem pagos, os controladores e gerentes podem usar os valores retidos para uso pessoal ou comprometê-los com projetos ineficientes economicamente. Os acionistas buscam a maximização da sua riqueza, mas os gestores nem sempre apresentam comportamentos alinhados com estes objetivos. Assim, a

política de distribuição de dividendos, ao limitar os recursos disponíveis para os gestores, poderia mitigar a possibilidade de os gestores investirem recursos em projetos de baixa atratividade.

Em relação ao efeito clientela ocasionado pela política de distribuição de dividendos, Ross (2008) assegura que tal comportamento decorre do fato de que os investidores pertencem a faixas de imposto de renda diferentes. Nesse sentido, se os investidores se preocupam com impostos, as ações devem atrair investidores com base na taxa de dividendo. Dentre os principais expoentes que discorreram sobre o efeito clientela, encontramos Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979).

De acordo com o efeito clientela, em mercados em que há diferença entre a tributação de dividendos e de ganhos de capital, os investidores buscam maximizar seu retorno alocando recursos com base na alíquota marginal do imposto a que estão sujeitos. Nesse sentido, em um mercado em que os dividendos são tributados a uma alíquota superior à de ganhos de capital, o investidor preferirá uma política de dividendos que tenha a menor distribuição possível.

Frank e Jagannathan (1998) afirmam que, em média, os preços das ações em dias após o pagamento de dividendos diminuem menos do que o valor do dividendo e ressaltam que isso tem sido comumente atribuído ao efeito de clientela. O efeito verificado por esses autores pode estar relacionado ao fato de alguns investidores preferirem ações que pagam maiores dividendos.

Loss e Sarlo Neto (2003), por sua vez, sustentam que é possível encontrar no mercado aqueles investidores que, independentemente de efeitos tributários, precisam receber dividendos, e aqueles que não necessitam.

Baker e Smith (2006) afirmam que, ao estabelecer uma política de dividendos para a empresa, os gerentes podem escolher entre vários tipos principais. Com uma política de dividendos residual pura, a decisão de dividendos da empresa é uma consequência direta de sua política de investimento. Nesse sentido, a empresa segue a regra de valor presente líquido (VPL) para a seleção de investimentos e distribui apenas o excesso de caixa.

De acordo com a teoria residual pura, a política de dividendos da empresa é função da sua política de investimentos, nesse sentido, só quando não há perspectiva de oportunidade de investimento com VPL positivo é que a empresa distribui dividendos aos seus acionistas.

3 - ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE O TEMA

O estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015) buscou identificar os fatores que determinam a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1995 a 2011. Os resultados indicaram que as variáveis significantes e positivas foram: Tamanho da empresa, ROA, *Market to Book*, Liquidez e Crescimento dos Lucros. Nesse estudo, os autores inferiram que, quanto maior o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento dos seus lucros, maior será sua propensão em distribuir proventos aos acionistas.

Já o trabalho de Novis Neto e Saito (2003) estudou o comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento de dividendos. A amostra incluiu as ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 1998 a 2000. Os autores encontraram uma relação direta entre o *dividend yield* (relação entre os valores dos dividendos pagos e das ações) e o retorno anormal acumulado dessas ações no período pós pagamento de dividendos. Os resultados encontrados indicaram um retorno anormal acumulado de 21,97% nos 90 dias após o evento para as empresas que pagaram dividendos mais altos, de 5,16%

para as companhias que pagaram dividendos intermediários e de -15,50% para as empresas que pagaram dividendos mais baixos. Tais resultados corroboram as evidências encontradas no trabalho de Boehme e Sorescu (2000).

O trabalho de Silva e Dantas (2015) buscou identificar se há relação entre a política de dividendos adotada pelas instituições financeiras listadas na BM&FBovespa e seu valor de mercado. Os autores utilizaram dados de 25 instituições, referentes ao período entre o primeiro trimestre de 2000 e o segundo trimestre de 2014, onde foi estimada regressão com dados em painel, para testar qual teoria se aplica mais apropriadamente ao conjunto das instituições financeiras brasileiras – a teoria da irrelevância dos dividendos, preconizada por Miller e Modigliani (1961) ou a teoria da relevância dos dividendos, defendida, dentre outros, por Gordon (1959). Os resultados da pesquisa corroboraram a hipótese de irrelevância da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras. Adicionalmente, também foram encontradas evidências de que os bancos de menor porte, menos alavancados, mais eficientes, sob controle de capital estrangeiro e privado apresentam maior relação entre o valor de mercado e o valor contábil.

Corso, Kassi e Lima (2012) investigaram a relação entre a distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio com o retorno das ações, no período entre anos de 1995 a 2008. Antes de analisarem a regressão com dados em painel, os autores utilizaram a técnica multivariada de análise de correspondência (Anacor) para se fazer uma análise exploratória das variáveis estudadas. Os resultados indicaram que existe relação entre distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio com o retorno das ações.

A relevância da política de financiamento, em especial da política de dividendos, foi estudada empiricamente por Loss e Sarlo Neto (2003). Três enfoques foram tratados nesse trabalho: a hipótese da sinalização, a hipótese do agenciamento e a hipótese da preferência tributária (efeito clientela). De acordo com os autores, os administradores acreditam que os dividendos carregam sinais sobre o futuro da organização e os dividendos tendem a ser utilizados como redutores de problemas relacionados a conflitos de agência. No entanto, os autores destacam que, nas três abordagens, ainda não há evidências empíricas conclusivas, especialmente porque características próprias dos diferentes mercados podem conduzir a administração a estabelecer políticas diferenciadas.

Evidências de que a propensão em pagar dividendos está associada ao tamanho da empresa, as oportunidades de crescimento e a rentabilidade foram encontrados nos trabalhos de Fama e French (2001) e de Denis e Osobov (2008).

O estudo de Grullon e Michaely (2002) investigou se há evidências sobre a existência de relação entre a política de recompra de ações e a de dividendos. Em linha com a hipótese de substituição, a qual informa que as empresas podem preferir recomprar suas ações a distribuir dividendos, as evidências empíricas do trabalho desses autores sugeriram que o aumento acentuado da atividade de recompra de ações nos Estados Unidos foi financiado com potenciais aumentos de dividendos. Adicionalmente, os autores constataram que a atividade de recompra de ações ajudou o índice de pagamento total médio das empresas a permanecer relativamente constante, apesar do declínio na taxa média de pagamento de dividendos.

Em artigo que pesquisou sobre a relação entre mudança da política de dividendos e a lucratividade futura, Nissim e Ziv (2001) verificaram que as mudanças de dividendos sinalizam alterações nos ganhos futuros a partir dos dois anos seguintes à alteração na política de dividendos. Os autores afirmam que é possível definir uma política ótima, obtendo um equilíbrio entre os dividendos correntes e o crescimento futuro, com o intuito de maximizar o preço das ações da empresa.

Observa-se que vários estudos tiveram como foco investigar o efeito da política de dividendos das empresas e sua relação com outras variáveis, tais como: rentabilidade, tamanho, crescimento, liquidez, dentre outras.

4 - METODOLOGIA

Este trabalho pode ser definido como uma abordagem empírico-analítica, definida por Martins (2000) como as que apresentam, em comum, a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos, privilegiando estudos práticos e tendo forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. O objetivo principal desta pesquisa é a realização de testes empíricos para a verificar um possível impacto da distribuição de lucros no valor de mercado das empresas que estão listadas no Ibovespa e no Novo Mercado.

Conforme abordado no referencial teórico, existe uma corrente de pesquisadores entende que a política de dividendos adotada não influencia a valoração das instituições, enquanto outra corrente que estende que a política de dividendos impacta o valor de mercado das empresas. Assim, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H1: Não há relação entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado (*payout*).

H2: Há relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado (*payout*).

O modelo baseado em Silva e Dantas (2015) foi utilizado para testar as hipóteses. Ele busca verificar se há relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas, com base na relação entre o valor de mercado e o valor contábil, o *market to book* (MKB), da seguinte forma:

$$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \varepsilon_{it}$$

onde:

MTB_{it}: representa a razão entre o valor de mercado e o valor contábil, da empresa *i*, no final do período *t*;

Payout_{it}: representa a razão entre os dividendos e o lucro por ação, da empresa *i*, no período *t*;

LPA_{it}: indica o lucro por ação, da empresa *i*, no período *t*;

ROE_{it}: é o retorno sobre o patrimônio líquido, da empresa *i*, no período *t*;

Tam_{it}: é variável que representa o tamanho da empresa, obtido pelo logaritmo natural dos ativos totais da instituição *i*, no final do período *t*;

Alav_{it}: é a alavancagem (ativo total dividido pelo patrimônio líquido), da empresa *i*, no final do período *t*; e

ε_{it}: é o termo de erro da regressão.

Entre as variáveis utilizadas no modelo, *Payout* é a variável de interesse para os testes das hipóteses da pesquisa. As variáveis independentes LPA, ROE, Tam e Alav, por sua vez, são variáveis de controle, incorporadas no modelo para capturar os efeitos da dimensão do lucro por ação, do retorno sobre o patrimônio líquido, do tamanho das instituições e do grau de alavancagem. Essas variáveis de controle funcionam como elementos de robustez dos achados em relação à variável de interesse – *Payout*.

No caso das variáveis que representam o nível de rentabilidade – LPA e ROE – espera-se que as mesmas apresentem tenham relação positiva com o valor de mercado das empresas examinadas, pressupondo que o mercado tende a valorizar instituições mais rentáveis. No caso da variável Tam se espera relação negativa, considerando que entidades de menor porte tendem a apresentar maiores oportunidades de valorização. No caso da variável Alav, é esperada relação negativa com a variável dependente, considerando ser a alavancagem uma medida de risco da empresa.

Esse estudo se concentra em 33 empresas listadas na B3, que faziam parte tanto do Ibovespa quanto do Novo Mercado em junho de 2017. Os dados sobre o valor de mercado e dividendos distribuídos por essas empresas foram prospectados na base de dados da Economática.

Foram escolhidas empresas listadas no Novo Mercado porque esse segmento se destina à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. Além disso, a listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente (BM&FBovespa). Assim, teoricamente, empresas do Novo Mercado devem adotar uma política de dividendos alinhada com os interesses dos acionistas.

Por sua vez, foram escolhidas empresas do Novo Mercado também listadas no Ibovespa para focar nas empresas com maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro.

Os dados pesquisados são trimestrais e compreendem o período entre o primeiro trimestre de 2000 (ano de lançamento do segmento Novo Mercado) e o primeiro trimestre de 2017.

Na tabela 1 constam informações sobre estatísticas descritivas das variáveis dependente e explicativas objeto do estudo.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis

	MTB	PAYOUT	PAYOUTPOS	LPA	ROE	TAM	ALAV
Média	3,419041	0,331646	0,586508	0,257285	0,045632	16,20934	3,65216
Mediana	2,0457	0	0	0,1968	0,0396	16,3284	2,4718
Máximo	40,3992	28,3968	28,3968	5,0633	0,6679	21,1775	45,5077
Mínimo	0,3146	-305,8104	0	-2,3862	-3,0484	13,2588	1,059
Desvio padrão	3,892184	8,454341	1,5839	0,385217	0,116285	1,326992	4,103777

Analisando-se as estatísticas descritivas pode ser destacado que: (i) o valor de mercado das empresas pesquisadas é, em média, 342% do valor do valor contábil (patrimônio líquido); (ii) as empresas pesquisadas distribuem, em média, 33% de seus lucros; (iii) o lucro por ação das empresas é em média R\$0,26 por trimestre; (iv) todas as empresas pesquisadas estão alavancadas.

Observa-se que a variável *Payout* possui alguns valores negativos, pois o pagamento de dividendos não necessariamente depende de um lucro apurado no período, mas pode ocorrer em decorrência de lucros acumulados em períodos anteriores e de uma política de pagamento mínimo de dividendos. Os valores negativos influenciaram o desvio padrão dessa variável, que foi equivalente a 8,45.

Assim, como não foi possível relacionar o pagamento de dividendos com lucros não distribuídos, alternativamente foi criada uma outra variável para o *Payout* que considera como zero o valor do LPA quando esse for negativo, de forma que o *Payout* nessas situações equivale a zero em vez de um valor negativo (*Payoutpos*). A nova variável *Payoutpos* possui um desvio padrão de 1,58, consideravelmente menor que o apresentado pelo *Payout*.

5 - RESULTADOS

Inicialmente, para garantir a robustez do modelo aplicado neste estudo, foi realizado o teste ADF-Fisher para verificar a existência de raízes unitárias, ou seja, observar a condição de estacionariedade das séries não dicotômicas, pelo qual foi rejeitada a hipótese nula da existência de raízes unitárias em todos os casos, conforme a tabela 2.

Tabela 2 - Teste de raiz unitária

	MTB	PAYOUT	PAYOUTPOS	LPA	ROE	TAM	ALAV
ADF-Fisher	163.706	624.095	596.172	414.852	498.988	116.451	236.385
p-valor	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0000

Além disso, foi elaborada a matriz de correlação de Pearson, conforme Tabela 3, entre as variáveis do modelo, para avaliar a presença de multicolinearidade. Os resultados da matriz descartam o risco de multicolinearidade, uma vez que nenhuma das correlações entre as variáveis independentes do modelo é maior do que 0,8, conforme demonstrado na tabela 3.

Tabela 3 - Matriz de Correlação de Pearson

	PAYOUT	PAYOUTPOS	LPA	ROE	TAM	ALAV
PAYOUT	1					
PAYOUTPOS	0.198868722	1				
LPA	0.016004206	-0.027126111	1			
ROE	0.017119325	0.025255995	0.343701842	1		
TAM	-0.008725735	0.008046316	0.235049262	-0.099442403	1	
ALAV	-0.000599358	-0.027748611	0.105964009	-0.11085172	0.457388468	1

Assim, verificado que o modelo tinha condições de ser aplicado, foram testadas as hipóteses da pesquisa. Primeiramente, foi realizado um teste com a variável *Payout*. Depois, um outro teste executado trocando essa variável por *Payoutpos*. O primeiro teste apresentou os resultados descritos na tabela 4, que foram obtidos com a aplicação da regressão estimada com o método *cross section SUR*, que gera parâmetros robustos, mesmo na presença de autocorrelação e heterocedasticidade nos resíduos.

Tabela 4: Resultados da estimação do modelo de regressão, com duplos efeitos fixos, para a verificação dos impactos da política de dividendos no valor de mercado das empresas.

$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_1 Payout_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \epsilon_{it}$						
<u>C</u>	<u>Payout</u>	<u>LPA</u>	<u>ROE</u>	<u>Tam</u>	<u>Alav</u>	
6,744926	0,005580	0,107324	2,038685	-0,258769	0,217097	
(0,0000)	(0,1217)	(0,3205)	(0,0237)	(0,0113)	(0,0000)	
Período: 1º trim/200 a 2º trim/2017						
Observações: 1380		R ² : 0,815933		Estatística F: 165,3678		
Empresas: 33		R ² ajustado: 0,810999		P-valor (F): 0,000000		

Nesse teste a hipótese H1 foi confirmada e, conseqüentemente, a hipótese H2 foi rejeita, uma vez que *Payout*, variável independente de interesse, não apresentou relevância estatística com a variável dependente MTB. Assim, pode inferir-se que não há relação entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado.

Quanto às demais variáveis independentes, observa-se ROE e Alav possuem uma relação estatística significativa e positiva com a variável MTB, enquanto que TAM possui uma relação estatística significativa e negativa. Assim, pode ser inferido que valor de mercado das empresas é influenciado positivamente pelo seu nível de alavancagem e o retorno sobre o patrimônio líquido, enquanto que o tamanho da empresa tem uma relação negativa com seu valor de mercado. Por sua vez a variável LPA não apresentou relevância estatística, não possuindo uma relação com o valor de mercado das empresas.

Conforme a estatística R^2 ajustado, 81,1% da variável dependente MTB pode ser explicada pelo modelo. Outra medida de relevância do modelo é demonstrada pelo *F-test*, que demonstra a significância estatística do conjunto dos parâmetros das variáveis independentes na explicação do comportamento da variável dependente, sendo que a estatística *F* é 165,3678, rejeitando-se a hipótese nula de insignificância dos parâmetros, com *p-valor* 0,0000.

O segundo teste, no qual a variável de interesse *Payout* foi trocada pela variável *Payoutpos*, apresentou os resultados discriminados na tabela 5.

Tabela 5: Resultados da estimação do modelo de regressão, com duplos efeitos fixos, para a verificação dos impactos da política de dividendos no valor de mercado das empresas, considerando apenas *Payouts* positivos.

$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_1 PayoutPos_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \varepsilon_{it}$					
C	<i>PayoutPos</i>	LPA	ROE	Tam	Alav
6,997661	0.081632	0.138442	1.994545	-0,258769	0,217097
(0,0000)	(0,0018)	(0,2003)	(0,0273)	(0,0065)	(0,0000)

Período: 1º trim/200 a 2º trim/2017

Observações: 1380 R^2 : 0,816823 Estatística F: 166.3529

Empresas: 33 R^2 ajustado: 0,811913 P-valor (F): 0,000000

Ao contrário da variável *Payout* do primeiro teste, no segundo teste verifica-se que a variável *Payoutpos* possui uma relação estatística significativa e positiva com a variável MTB. Assim, pode inferir-se que, quando as empresas não apresentam prejuízo no período, há uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado.

Quanto às demais variáveis independentes, foram observadas a mesmas relações do primeiro modelo, ou seja, ROE e Alav possuem uma relação estatística significativa e positiva com a variável MTB, TAM possui uma relação estatística significativa e negativa, e LPA não apresentou relevância estatística. Conforme a estatística R^2 ajustado, 81,2% da variável dependente MTB pode ser explicada pelo modelo. Por sua vez, a estatística *F* é 166,3529, rejeitando-se a hipótese nula de insignificância dos parâmetros, com *p-valor* 0,0000.

6 – CONCLUSÕES

A relevância da política de dividendos é um assunto que continua em voga no meio acadêmico. Este estudo procurou contribuir ao tratar da política de dividendos das empresas listadas no Novo Mercado, composto por empresas que adotam voluntariamente práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira, utilizando dados mais atuais possíveis.

Existe uma corrente segundo a qual a política de dividendos é relevante para a determinação do valor das empresas, enquanto que existe outra, que segue o trabalho de Modigliani e Miller, segundo a qual a distribuição dos dividendos é irrelevante.

O objetivo deste trabalho foi verificar um possível impacto da distribuição de lucros no valor de mercado das empresas que estão listadas no Ibovespa e no Novo Mercado. Para tanto, foi criado um modelo que buscou verificar a relação entre o valor de mercado e os dividendos distribuídos, utilizando-se as variáveis *Market to Book* (razão entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa) e *Payout* (razão entre os dividendos e o lucro por ação da empresa).

Foi constatado que a variável *Payout* possuía alguns valores negativos, pois o pagamento de dividendos não necessariamente depende de um lucro apurado no período. Assim, foi criada a variável para o *Payoutpos*, que considera como zero o valor do LPA quando esse for negativo, de forma que o *Payout* nessas situações foi equivalente a zero em vez de um valor negativo.

Assim, o modelo de regressão primeiramente foi rodado com a variável *Payout* e, depois, com a variável *Payoutpos* em seu lugar. Os resultados indicaram que a variável *Payout* não apresentou relevância estatística com a variável dependente MTB, corroborando o estudo de Silva e Dantas (2015). Por sua vez, a variável *Payoutpos* apresentou relevância estatística e positiva com a variável MTB, esse resultado corrobora os estudos de Forti, Peixoto e Alves (2015) e de Corso, Kassi e Lima (2012)

Dessa forma, pode ser concluído que não há relação entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado. Porém, quando são desconsideradas as distribuições de dividendos em períodos que houver prejuízo, é possível inferir que existe uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado. Provavelmente, empresas que distribuem dividendos de acordo com o lucro apurado no período possuem uma política de dividendos mais clara, que é percebida positivamente pelo mercado, refletindo no aumento do preço das ações.

Conforme esses resultados, empresas que distribuem uma maior proporção de dividendos conforme o lucro apurado no período podem ter uma valorização de suas ações em relação ao valor contábil da empresa. Assim, a utilização uma política de dividendos clara, relacionada com os lucros apurados no período, poderia maximizar o valor de mercado das empresas.

Dentre as limitações encontradas nessa pesquisa, está o fato da variável de interesse *Payout* apresentar resultados negativos, sendo que não existe um pagamento de dividendos negativos. Para entender esse aspecto, poderia ser realizada uma pesquisa da política de dividendos de cada uma das empresas estudadas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

BAKER, H. Kent; SMITH, David M. In search of a residual dividend policy. **Review of Financial Economics**, v. 15, n. 1, p. 1-18, 2006.

BM&FBOVESAPA. Segmentos de Listagem. Disponível em: Acesso em: 3 de julho de 2017.

BOEHME, Rodney D.; SORESCU, Sorin M. Seven decades of long term abnormal return persistence: the case of dividend initiations and resumptions. **Working Paper**. Houston, Texas: Sam Houston State University; University of Houston, Jan. 2000.

BRENNAN, Michael J. Taxes, market valuation and corporate financial policy. **National tax journal**, v. 23, n. 4, p. 417-427, 1970.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. **Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, v. 26, 2002.

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; LIMA, Gerlando Augusto Franco Sampaio. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, v. 6, n. 2, 2012.

DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial economics**, v. 89, n. 1, p. 62-82, 2008.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.
FRANK, Murray; JAGANNATHAN, Ravi. Why do stock prices drop by less than the value of the dividend? Evidence from a country without taxes. **Journal of Financial Economics**, v. 47, n. 2, p. 161-188, 1998.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **The Journal of finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. **The Journal of Finance**, v. 57, n. 4, p. 1649-1684, 2002.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

LA PORTA, R., et al. Agency problems and dividend policies. **The Journal of Finance**, v. LV, n. 1, p. 01-33, fev. 2000.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. **Journal of financial economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The review of Economics and Statistics**, p. 243-269, 1962.

MARTINS, Gilberto A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

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

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

NISSIM, Doron; ZIV, Amir. Dividend changes and future profitability. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 6, p. 2111-2133, 2001.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 38, n. 2, 2003.

PETTIT, R. Richardson. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. **Journal of Finance**, v. 27, n. 5, p. 993-1007, 1972.

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

SILVA, Alexandre Oliveira; DANTAS, José Alves. Impacto da Política de Dividendos do Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 4, p. 43, 2015.