



Conectando Pessoas.
Fortalecendo a Profissão!

Fatores Determinantes da Política de Dividendos: Um Estudo com Empresas não Financeiras Listadas na B3

Gustavo Henrique Ramos Matos
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: gustavohenrymatos@gmail.com

Leonardo Flach
Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC)
E-mail: leonardo.flach@gmail.com

Resumo

Os fatores que influenciam a distribuição de dividendos de uma empresa são uma dúvida para os investidores, entender quais deles impactam pode auxiliar na hora de montar uma carteira de ações que não depende somente dos lucros da valorização do mercado. O presente estudo tem por objetivo identificar as variáveis que determinam a quantidade de dividendos que as empresas não financeiras listadas na Bolsa de Valores Brasileira distribuem para seus acionistas, por meio de uma amostra de 50 empresas entre 2016 e 2020. O método utilizado nos estudos para testar as variáveis determinantes da quantidade de dividendos pagos por ação de uma empresa é uma regressão de dados em painel, pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados [*pooled ordinary least squares (POLS)*] com erros-padrão robustos clusterizados. O estudo demonstra a existência de vários indicadores significativos influenciando positivamente a quantidade de dividendos distribuídos por ação nas empresas não-financeiras do mercado de ações brasileiro, tais como o lucro por ação, o valor de mercado da empresa, e o dividendo pago por ação no exercício anterior, enquanto o índice de preços sobre vendas, o retorno sobre o capital investido e o endividamento da empresa influenciam negativamente. O estudo contribui com os diversos estudos teóricos e empíricos sobre esta problemática, auxiliando a compreensão da política de dividendos e do valor de dividendos distribuído para os acionistas pelas empresas não financeiras da Bolsa de Valores Brasileira.

Palavras-chave: Bolsa de Valores; Dividendos; Regressão em painel.

Linha Temática: Contabilidade Financeira



1 Introdução

A escolha de um ativo para compor a carteira de ações é um processo que exige muito estudo e por vezes parece complexo, assustando o investidor. Pesquisas voltadas a auxiliar essas escolhas são necessárias e pouco exploradas no Brasil.

Segundo Ferreira *et al.* (2010) nota-se o crescimento expressivo dos diversos índices que mensuram o movimento da bolsa de valores brasileira, numa clara evidência de que este é um segmento em franca expansão. Evidenciando assim, um amplo campo a ser explorado para estudo.

Um dos fatores mais bem-vistos pelos investidores é a política de dividendos de uma empresa, argumento baseado na teoria “pássaro na mão” de Gordon e Lintner (GITMAN, 2001, p. 412) que relata o maior valor de um dividendo garantido em relação a um ganho de capital incerto, fazendo os investidores preferirem ações que distribuem maiores dividendos e não naquelas que reinvestem seus lucros. Apesar de uma ideia antiga, ela ainda perdura nos dias atuais, muitos investidores preferem ações que distribuem bons dividendos, no Brasil, devido a política de isenção tributária sobre dividendos, esta preferência é ainda mais acentuada.

Uma política de dividendos para Neto (2008) consiste na implementação de uma decisão tomada pela administração da empresa com relação à parcela do lucro líquido a ser retida na empresa e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos acionistas. Esse tipo de decisão impacta diretamente nas decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa, pois, ao decidir distribuir dividendos significa que este recurso não vai ser reinvestido na empresa.

A política de dividendos é amplamente discutida no mundo financeiro. Saber quais os fatores que levam uma ação a distribuir mais, menos ou até não distribuir dividendos numa empresa, ajudam a montar carteiras de investimentos mais sólidas de acordo com seus objetivos.

Vários fatores podem influenciar na distribuição de dividendos de uma empresa e embora muitas pesquisas tenham sido realizadas neste campo, não há consenso sobre a seleção dos determinantes da política de dividendos, estudar estes fatores auxilia a entender como uma empresa define sua política de dividendos.

O presente trabalho pretende contribuir com esta problemática, através de regressão de dados em painel pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados. Utiliza-se os dividendos pagos por ação como variável dependente e os lucros por ação, o retorno sobre o capital investido, o índice de preços sobre vendas, o dividendo pago no exercício anterior, o valor de mercado da empresa e o endividamento da empresa como variáveis independentes, assim se verifica a relação destas variáveis com o objeto em estudo, auxiliando na compreensão do que influencia na quantidade de dividendos pagos por uma empresa não financeira listada na Bolsa de Valores brasileira, e também testando as teorias apontadas por outros estudos que permeiam o tema.

2 Revisão da literatura científica

O estudo de variáveis que influenciam na política de dividendos das empresas já é discutido na academia, de acordo com Brealey e Myers (1992) existem três grupos na política de dividendos. À direita, os conservadores, que acreditam que um aumento dos dividendos aumenta o valor da empresa. À esquerda, os radicais, que acreditam no contrário, um aumento nos dividendos reduzem o valor da empresa. Ao centro está um grupo que acredita que a política

de dividendos não tem qualquer relevância com o valor da empresa.

Ferreira (2001) relaciona os direitistas com a teoria do pássaro na mão ou mercado perfeito, os esquerdistas com a preferência tributária e os centristas com a irrelevância de dividendos.

Procianoy e Poly (1993) consideram que observando fatores de segurança e risco, deve-se reter os lucros ao invés de distribuir dividendos, prezando pela manutenção da posição de caixa. Contudo, segundo a teoria financeira, em que o objetivo principal deve ser a maximização da riqueza dos acionistas da empresa, cabe ao gestor, através da política de dividendos, estabelecer a melhor combinação entre distribuição ou retenção de lucros. Assim o ganho do acionista será resultante não só dos dividendos, mas também do ganho expresso pela valorização das ações em bolsa.

De acordo com esta ideia, Brigham e Houston (1999) definem que a política ótima de dividendos é aquela que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro que maximiza o preço da ação.

2.1 Teoria da irrelevância de dividendos

A discussão em torno da Política de Dividendos ganhou força com a publicação do artigo de Miller e Modigliani (1961), neste trabalho, os autores concluem que, em um mercado perfeito, a política de dividendos é irrelevante, que as decisões tomadas pelos administradores de uma companhia não são capazes de afetar o valor de uma empresa, nem o retorno total para os acionistas, os dividendos recebidos pelos acionistas são compensados por uma redução no valor da ação com a mesma proporção.

Neto (2002) considera os seguintes critérios para um mercado ser considerado perfeito: nenhuma transação de ações pode ser suficientemente grande para impactar o preço vigente; todos os investidores têm as mesmas informações, e o custo de acesso a essas informações é zero; não existem comissões ou outros custos de transação; os impostos que incidem em pagamentos de dividendos e ganhos de capital são iguais; todos os investidores são racionais e objetivam a maximização da riqueza.

A teoria de mercado perfeito recebe várias críticas, entre elas está a de Ribeiro (2010), na qual diz que vivemos em um mercado imperfeito, devido a existência de informações privilegiadas, custos de transação, impostos e eventuais conflitos de interesses existentes dentro de uma organização, capazes de influenciar a política de distribuição de dividendos praticada pela empresa, assim como o preço pelo qual as suas ações são comercializadas no mercado.

2.2 Teoria da relevância de dividendos

Lintner (1956) escreve um dos trabalhos precursores sobre o comportamento de dividendos em um mercado imperfeito, em seus estudos Lintner afirma que os acionistas preferem a estabilidade nos pagamentos de dividendos. Salienta-se o contexto histórico da época de alta volatilidade de preços, assim as empresas com bons históricos de dividendos tinham preferência entre os acionistas.

Bhattacharya (1979) relata que os dividendos funcionam como uma demonstração dos lucros de uma empresa, devido a assimetria de informações entre os administradores e os investidores, assim, a ação valoriza com o aumento do número de dividendos e, em consequência, desvaloriza com a baixa dos dividendos.

2.3 Teoria do pássaro na mão

Esta teoria tem como principais defensores Myron Gordon (1963) e John Lintner (1953), com a premissa de minimizar os riscos através de pagamentos de dividendos constantes, assim reduzindo as incertezas.

Segundo Gordon (1963), os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento e, portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferem receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro.

Para Pereira (2018), na Teoria do Pássaro na Mão, os investidores consideram os dividendos correntes menos arriscados que os ganhos de capital futuros. O pagamento corrente de dividendos reduz a incerteza dos investidores, levando ao desconto dos lucros de uma empresa a uma taxa menor, e, conseqüentemente, um valor mais elevado de suas ações. Pelo mesmo raciocínio, se os dividendos forem reduzidos ou não ocorrerem, a incerteza dos acionistas aumenta, elevando o retorno requerido e reduzindo o valor das ações.

2.4 Teoria residual de dividendos

Sanvicente (2017) define que a empresa só pagará dividendos quando não existirem possibilidades de investimentos com ótimo retorno e baixo risco, assim maximizando os ganhos dos acionistas, assumindo valorização da empresa e conseqüentemente valorização de seu preço de comercialização no mercado através destes investimentos.

Essa abordagem segundo Pereira (2018) não encara os dividendos como uma variável decisória ativa que afeta o valor da empresa, sugere que os dividendos não devem ser pagos enquanto a necessidade de capital próprio da companhia supera o valor dos lucros retidos.

Salsa (2010) diz que o retorno é afetado pela política de investimento, não pela política de dividendos. Por outro lado, desde que a taxa de retorno seja pelo menos igual à exigida pelo mercado, os investidores são indiferentes à forma da taxa de retorno.

2.5 Efeito clientela

A preferência dos investidores no mercado é distinta, enquanto uns preferem altos dividendos, outros preferem o ganho de capital, essa divergência de preferências é chamada de efeito clientela. Segundo Ferreira (2001) os investidores que preferem altos dividendos compram ações de empresas com altas taxas de distribuição, enquanto os que preferem ganhos de capital dão prioridade à aquisição de ações das empresas com baixa taxa de distribuição de dividendos e que reinvestem lucros.

Pereira (2018) diz que existem também investidores que desejam dividendos estáveis como fonte de rendimentos, buscando empresas que pagam o mesmo de dividendos a cada período, com isso cada empresa tende a atrair investidores que mais se identificam com a sua política de dividendos. Deste modo Ferreira (2001) define, se a empresa alterar a sua política de dividendos, causa insatisfação nos seus acionistas e não necessariamente atrai outros.

2.6 Hipótese do conteúdo informacional

Para Miller e Rock (1985), os gestores detêm acesso privilegiado as informações em relação aos acionistas, essas informações são utilizadas como uma “mais-valia” sinalizando ao

mercado suas expectativas futuras. A partir disso Damodoran (2001) define que os dividendos são considerados veículos de informação de fácil acesso e pouco onerosos, podem ser considerados uma forma de avaliar as ações dos gestores.

Segundo Ferreira (2001), as suposições de conteúdo de informação ou suposições de sinalização indicam que informações importantes estão incluídas na declaração de dividendos. Portanto, um aumento nos dividendos acima das expectativas do mercado aumentará o preço das ações da empresa porque os investidores compreenderão que o aumento dos lucros é um sinal positivo da saúde da empresa. Por outro lado, ocorre o contrário, anúncios de redução dos dividendos pode indicar uma previsão de redução dos lucros, o que irá reduzir o valor das ações à medida que os investidores se desfazem.

Procianoy e Poli (1993) vão ao encontro aos estudos de Ferreira, dizendo que os dividendos em um mercado de incerteza são fontes de informações para o investidor sobre a rentabilidade futura da firma. O seu pagamento ou não, e a quantia a ser paga, irão influenciar na valorização das ações no mercado.

2.7 Teoria da Preferência Tributária

Diz sobre a preferência do investidor sobre receber ou não receber dividendos, através da influência trazida entre a tributação sobre o rendimento de dividendos e sobre o de ganho de capital.

No Brasil, os dividendos não são tributados, contudo o ganho de capital é tributado em 15%, devido a isso, as empresas e os acionistas tem uma tendência a preferirem o pagamento de dividendos ao invés da política de recompra de ações.

Para Ferreira (2001), investidores, no limite de uma alíquota de imposto de renda, podem preferir não receber dividendos que o façam mudar de faixa, enquanto o contrário também acontece.

2.8 Teoria da Agência

Jensen e Meckling (1976) com a Teoria da Agência analisam o conflito para destinação dos lucros líquidos da empresa, enquanto os administradores querem reinvestir em projetos da própria empresa para expandir o negócio, os acionistas preferem que estes recursos sejam distribuídos como dividendos.

Almeida, Pereira e Tavares (2015) constataam que acionistas e gestores procuram agir em defesa dos seus interesses próprios, cada qual tenta maximizar a sua utilidade. Esta maximização é alcançada sob visões e perspectivas diferentes que criam divergências e conflitos entre as duas partes. Estes conflitos tendem a ser eliminados, sendo que esta operação de eliminação gera custos, os quais são denominados de custos de agência.

Ferreira *et al.* (2010) defende que os dividendos podem ser utilizados no controle dos problemas de agência entre administradores e acionistas através da possibilidade de utilizar os recursos aplicados pelos acionistas da empresa para o financiamento de oportunidades de crescimento.

3 Método de pesquisa

A metodologia utilizada baseia-se no estudo de Almeida, Pereira e Tavares (2015), no qual se divide em três fases.

Na primeira fase se define com base no referencial teórico as hipóteses e as variáveis para testes das hipóteses. Na segunda fase se faz a avaliação das empresas que vão compor a amostra. Na terceira fase se descreve o modelo econométrico utilizado para estimar os resultados empíricos.

3.1 Levantamento de hipóteses e definição de variáveis

A partir da revisão da literatura surgem questionamentos que levam ao levantamento de hipóteses sobre a validade das teorias no atual cenário brasileiro.

A variável diretamente relacionada com os dividendos pagos e utilizada no estudo como dependente é o valor de dividendo pagos por ação. É o total, em reais, que a empresa distribui em forma de dividendos para seus acionistas por ação em um período anual, indicador também utilizado em diversos estudos empíricos similares, exemplos são: Lintner (1956), Watts (1973), Arrazola, Hevia e Mato (1992), Bagues e Fumás (1995), Escuer e Cabestre (1995), Benzinho (2004), Naceur, Goaid e Belane (2006), Ribeiro (2010), Ferreira et al. (2010), Yegon, Cheruiyot, e Sang (2014) e Almeida, Pereira e Tavares (2015).

Para a explicação dos determinantes no valor dos dividendos distribuídos por ação, utiliza-se um conjunto de variáveis independentes utilizando indicadores econômicos e financeiros, as quais estão explicadas a seguir.

3.1.1 Rentabilidade

Para Moreiras *et al.* (2012) a propensão a alterar os dividendos pode ser medida pela relação entre lucros e dividendos. Companhias que apresentam menores reações do mercado a alterações na política de dividendos, tendem a ajustar mais rapidamente o valor dos dividendos distribuídos com o lucro gerado.

De acordo com Lintner (1956), os dividendos distribuídos por uma empresa relativos a um determinado exercício econômico se encontram dependentes do resultado líquido gerado pela empresa nesse mesmo exercício econômico.

A variável que demonstra a rentabilidade da empresa é o valor do lucro líquido da empresa pertencente a cada ação, ela é o resultado da divisão do lucro líquido de um período pelo total de ações emitidas pela empresa.

A rentabilidade da empresa, utilizada nos estudos de DeAngelo *et al.* (2004), Fama e French (2001), Lie (2005), Ribeiro (2010), Ferreira *et al.* (2010), Moreiras *et al.* (2012), Yegon, Cheruiyot e Sang (2014) e Almeida, Pereira e Tavares (2015), nos quais concluíram que as empresas com maiores níveis de rentabilidade apresentam uma tendência superior para o pagamento de dividendos.

Assim inclui-se esta variável para testar a seguinte hipótese:

Hipótese 1: O lucro por ação de uma empresa está positivamente relacionado com os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

3.1.2 Retorno sobre capital investido

Com base na teoria residual de dividendos, empresas com alto potencial de desenvolvimento devem optar por investir ao invés de distribuir seus lucros, assim espera-se que empresas com alto retorno sobre capital investido (ROIC) tenham uma menor distribuição

de dividendos.

O cálculo do ROIC pode ser expresso na divisão do resultado operacional após os impostos e o capital investido, assim, empresas com maior retorno sobre seus investimentos apresentam um maior ROIC, ou seja, mostra o resultado de optar por investir seus lucros.

DeAngelo *et al.* (2004), Ferreira *et al.* (2010), Yegon, Cheruiyot e Sang (2014) e Almeida, Pereira e Tavares (2015) verificam que o potencial de desenvolvimento está negativamente correlacionado com os dividendos pagos por uma ação, seguindo o previsto nas teorias.

De acordo com o referencial exposto, elabora-se a seguinte hipótese:

Hipótese 2: O retorno sobre capital investido (ROIC) está negativamente relacionado com os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

3.1.3 Valorização da ação

Uma das variáveis utilizadas pelos investidores para determinar quão valorizada é uma empresa é o índice de preços sobre vendas, ele mede a relação entre o valor de mercado de uma empresa e a receita de vendas, indicando quanto o mercado está precificando cada unidade monetária, ou seja, quanto maior o índice de preços sobre vendas, mais valorizada está uma ação.

Pode ser calculado de duas formas, dividindo o valor de mercado da empresa pela receita operacional líquida ou dividindo o preço por ação pela receita líquida por ação.

De acordo com a teoria da relevância de dividendos e a teoria do pássaro na mão, empresas pagadoras de dividendos tendem a ser mais valorizadas, ainda se considera a teoria da preferência tributária complementando que empresas pagadoras de dividendos terão uma maior valorização e um maior índice de preços sobre vendas como consequência.

Levando em consideração as teorias apresentadas, levanta-se a seguinte hipótese:

Hipótese 3: A relação entre o índice de preços de vendas está positivamente relacionada aos dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

3.1.4 Estabilidade no pagamento de dividendos

Lintner (1956), defende a existência de certa estabilidade na distribuição de dividendos, opinião defendida também por Grullon *et al.* (2005), Ferreira *et al.* (2010), Ribeiro (2010) e Almeida, Pereira e Tavares (2015) que concluem em seus estudos que empresas que pagam dividendos no último exercício tendem a manter um valor estável.

Para determinar a estabilidade no pagamento dos dividendos se leva em consideração o dividendo pago no exercício imediatamente anterior.

Assim se formula a seguinte hipótese:

Hipótese 4: O dividendo pago no exercício anterior está positivamente correlacionado com os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

3.1.5 Valor de mercado

Lintner (1956), na teoria da relevância de dividendos, Ribeiro (2010) e Almeida, Pereira

e Tavares (2015), em seus estudos, concluem que os dividendos pagos aumentam o valor de mercado da empresa, assim é esperada uma relação positiva entre o valor da empresa e os dividendos distribuídos.

Também apontado por Ho (2003), Omran e Pointon (2004) e Ferreira *et al.* (2010) que firmas maiores tendem a ter mais acesso aos mercados financeiros e menores custos de financiamento podendo incorrer em maior exposição ao pagamento de dividendos.

É utilizado no estudo o valor de mercado da empresa referente ao ano analisado

Através desses estudos se pode formular a seguinte hipótese:

Hipótese 5: O valor da empresa é positivamente relacionado com os dividendos distribuídos pelas empresas brasileiras.

3.1.6 Endividamento

Ribeiro (2010) define que a política de dividendos praticada pela empresa afeta a sua política de financiamento e de endividamento. Desta forma, na definição da política de dividendos existe a necessidade de averiguar qual o nível ótimo de distribuição de dividendos que permita maximizar o rendimento do investimento efetuado pelos acionistas na empresa e, simultaneamente, permita adequar a estrutura financeira da empresa tendo em consideração a sua necessidade de autofinanciamento.

Ferreira *et al.* (2010) complementa afirmando que a estrutura financeira da empresa, que pode ser medida pelo seu nível de endividamento, é apresentada como variável capaz de explicar os dividendos distribuídos. Desta forma, torna-se necessária a análise da relação existente entre o capital próprio e o capital alheio aplicado na empresa, firmas com maior endividamento tendem a pagar menos dividendos devido a necessidade de conciliar o pagamento dos dividendos com a necessidade de autofinanciamento.

Aivazian *et al.* (2003), DeAngelo *et al.* (2004), Ribeiro (2010), Islam *et al.* (2012) e Almeida, Pereira e Tavares (2015), em seus estudos encontraram uma relação negativa entre o endividamento de uma empresa e seu pagamento de dividendos.

Essa variável é definida como a razão entre o capital de terceiros e o capital próprio.

Assim, elabora-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: O valor da dívida de uma empresa influencia negativamente na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

3.2 Amostra

O presente estudo utiliza dados referentes às empresas listadas na Bolsa de Valores Brasileira, sendo que as empresas incluídas na amostra respeitam os seguintes critérios:

- Foram utilizadas na amostra as empresas que permaneceram consecutivamente na bolsa no período de 2016 a 2020 (cinco anos);
- Foram utilizadas na amostra as empresas que distribuíram dividendos em pelo menos 40% do período temporal (dois anos). Com este critério excluem-se empresas que não pagam dividendos regularmente, mantendo a coerência da regressão de dados e evitando falhas;
- Não foram incluídas na amostra empresas financeiras, devido as suas estruturas de

contas;

- Não foram incluídas empresas que apresentaram dados faltantes em duas ou mais variáveis independentes do estudo.

3.3 Fonte de dados

A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa que pagaram dividendos no período entre 2016 a 2020. Os dados referentes às demonstrações contábeis e os indicadores financeiros dessas companhias foram extraídos do banco de dados da Economática®.

3.4 Processo de tratamento dos dados

A amostra selecionada através do software Economática®, respeitando os critérios mencionados, resulta em 50 empresas, no período entre 2016 e 2020.

Para a utilização da técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados, precisa-se tratar os dados por meio do software Excel para reconhecimento de banco de dados em painel.

Após o tratamento de dados, faz-se a exportação para o software STATA, em que é realizado o procedimento econométrico.

3.5 Metodologia da Regressão de dados em painel

A natureza dos dados leva à adoção de um modelo econométrico, optou-se pela metodologia de regressão de dados em painel pela técnica mínimos quadrados ordinários agrupados, com o seguinte modelo:

$$DPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 ROIC_{it} + \beta_3 IPV_{it} + \beta_4 DPAA_{it} + \beta_5 VM_{it} + \beta_6 DPL_{it} + \mu_{it}$$

Onde:

DPA_{it} - são dividendos pagos por ação na empresa i, no período t;

LPA_{it} - é o lucro por ação da empresa i, no período t;

ROIC_{it} - é o retorno sobre o capital investido da empresa i, no período t;

IPV_{it} - é o índice de preços sobre vendas da empresa i, no período t;

DPAA_{it} - é o dividendo pago por ação no período anterior da empresa i, no período t;

VM_{it} - é o valor de mercado da empresa i, no período t;

DPL_{it} - é a dívida sobre o patrimônio líquido da empresa i, no período t;

β₀ - representa a constante estimada no modelo;

β₁; β₂; β₃; β₄; β₅; β₆ - são os coeficientes angulares calculados na estimação da regressão;

μ_{it} - é o erro robusto da regressão.

4. Análise dos resultados

Nesta seção será feita a análise univariada das médias das variáveis e da matriz de correlação de Pearson e a análise multivariada dos dados pelo método de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados

4.1 Análise univariada

Na Tabela 1 se mostram as médias das variáveis utilizadas no estudo.

Tabela 1 - Estatísticas das médias das variáveis utilizadas no modelo econométrico

ANO	DPA	LPA	ROIC	IPV	DPAA	VM	DPL
2016	0,5203495	0,4373651	7,520897	2,046012	0,4296706	2,51e+07	96,72592
2017	0,5449245	0,8112662	8,743677	2,687666	0,5203495	3,16e+07	99,10907
2018	0,6786653	0,9103333	8,536589	2,508291	0,5449245	3,30e+07	68,2117
2019	0,6492215	1,408429	8,001885	3,339694	0,6786653	4,44e+07	91,48144
2020	0,6964956	0,4822392	3,682832	2,944064	0,6492215	4,64e+07	83,90162
Total	0,6179313	0,8105202	7,292511	2,707847	0,5645663	3,61e+07	87,88595

Nota: DPA - são dividendos pagos por ação; LPA - é o lucro por ação; ROIC - é o retorno sobre o capital investido; IPV - é o índice de preços sobre vendas da empresa; DPAA - é o dividendo pago por ação no período anterior; VM - é o valor de mercado; DPL - é a dívida sobre o patrimônio líquido.

Fonte: Elaboração própria

Observa-se na tabela 1 que os dividendos pagos por ação tendem a subir ano após ano, com um declínio em 2019, porém o lucro por ação das empresas com tendência de subida, caiu drasticamente em 2020, o ROIC caiu mais que 50%, levando a supor que a pandemia mundial do COVID-19 afetou estes resultados, porém os dividendos pagos permaneceram, mostrando que a pandemia não interferiu no valor de dividendos pagos pelas empresas aos seus acionistas, cabem estudos aprofundados em relação ao impacto da pandemia no mercado financeiro. Nota-se também que o valor de mercado das empresas cresce consecutivamente nos últimos cinco anos, mostrando uma tendência de crescimento das empresas brasileiras com o passar do tempo.

Tabela 2 - Matriz de Correlação de Pearson

	DPA	LPA	ROIC	IPV	DPAA	VM	DPL
DPA	1,0000						
LPA	0,5022	1,0000					
ROIC	0,1222	0,5499	1,0000				
IPV	0,0248	0,0985	0,0479	1,0000			
DPAA	0,6021	0,3255	0,0781	0,1118	1,0000		
VM	0,2024	0,0541	0,0577	0,0157	0,1294	1,0000	
DPL	-0,0998	0,0924	0,0770	-0,1557	-0,0822	-0,0713	1,0000

Nota: DPA - são dividendos pagos por ação; LPA - é o lucro por ação; ROIC - é o retorno sobre o capital investido; IPV - é o índice de preços sobre vendas da empresa; DPAA - é o dividendo pago por ação no período anterior; VM - é o valor de mercado; DPL - é a dívida sobre o patrimônio líquido.

Fonte: Elaboração própria

A análise da Tabela 2 que trata da matriz de correlação de Pearson, verifica uma correlação positiva entre todas variáveis independentes, exceto as correlações de dívida com os dividendos pagos, com o índice de preços sobre vendas e com o valor de mercado da empresa, o que já era esperado, pois altas dívidas dificultam a empresa de crescer e distribuir maiores dividendos.

Verifica-se correlações moderadas entre a variável dividendo pago por ação e as

variáveis lucro por ação (0,5) e dividendos pagos por ação no exercício anterior (0,6), ou seja, quanto maior o lucro por ação e quantos maiores forem os dividendos do exercício anterior, maiores também serão os dividendos pagos por ação no exercício atual; também há uma correlação moderada entre a variável ROIC e o lucro por ação (0,55), indicando que quanto maior o ROIC, maior o lucro por ação de uma empresa.

4.2 Análise multivariada

A partir da técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados, foram estimados modelos econométricos com dados empilhados, com o propósito de verificar a multicolinearidade das estimações.

Tabela 3 – Estimativa dos lucros por ação para empresas não financeiras distribuidoras de dividendos do mercado de ações brasileiro

$$DPA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 ROIC_{it} + \beta_3 IPV_{it} + \beta_4 DPAA_{it} + \beta_5 VM_{it} + \beta_6 DPL_{it} + \mu_{it}$$

	Coefficiente	Erro-padrão	t	Valor-p
LPA	0,1708	0,0390	4,38	0,000***
ROIC	-0,0104	0,0044	-2,36	0,022**
IPV	-0,0212	0,0102	-2,09	0,042**
DPAA	0,5132	0,0652	7,87	0,000***
VM	1,36E-09	7,75E-10	1,76	0,085*
DPL	-0,0003	0,0001	-2,49	0,016**
Constante	0,2931	0,0697	4,20	0,000***
R ² ajustado	0,5124			
Observações	238			
Empresas	50			

Nota: Significância de 10%, 5% e 1% representado respectivamente por: *, ** e ***. As definições das variáveis independentes são: DPA_{it} - são dividendos pagos por ação na empresa i, no período t; LPA_{it} - é o lucro por ação da empresa i, no período t; ROIC_{it} - é o retorno sobre o capital investido da empresa i, no período t; IPV_{it} - é o índice de preços sobre vendas da empresa i, no período t; DPAA_{it} - é o dividendo pago por ação no período anterior da empresa i, no período t; VM_{it} - é o valor de mercado da empresa i, no período t; DPL_{it} - é a dívida sobre o patrimônio líquido da empresa i, no período t; β_0 - representa a constante estimada no modelo; β_1 ; β_2 ; β_3 ; β_4 ; β_5 ; β_6 - são os coeficientes angulares calculados na estimação da regressão; μ_{it} - é o erro robusto da regressão. A regressão foi realizada a partir da técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados.

Fonte: Elaboração própria

Pela análise do valor de R², constata-se que as variações dos dividendos pagos por ação (DPA) são explicadas pelo conjunto de variáveis independentes em cerca de 51,24%. Este valor é coerente com outros estudos com a mesma problemática, como o de Ribeiro (2010).

Pela análise dos valores dos coeficientes de regressão, verifica-se que a variável lucro por ação, (LPA) com o coeficiente = 0,1708 e valor-p = 0,000, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas com maiores lucros por ação distribuem maiores dividendos.

O ROIC, com coeficiente = -0,104 e valor-p = 0,022, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas com um maior ROIC distribuem menores dividendos por ação.

O índice de preços sobre vendas (IPV), com coeficiente = -0,212 e valor-p = 0,042, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas com um maior índice de preços sobre vendas distribuem menores dividendos por ação.

Os dividendos pagos por ação no exercício anterior (DPAA), com o coeficiente = 0,5132 e valor-p = 0,000, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas que distribuíram maiores dividendos por ação no exercício anterior distribuem maiores dividendos por ação no exercício atual.

O valor de mercado da empresa (VM), com o coeficiente = 1,36E-09 e valor-p = 0,085, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas com maior valor de mercado distribuem maiores dividendos por ação.

A dívida (DPL) com coeficiente = -0,0003 e valor-p = 0,016, é determinante para a quantidade de dividendos distribuídos. Deste modo, empresas endividadas distribuem menores dividendos por ação.

5. Considerações finais

O debate sobre os fatores que influenciam a política de dividendos de uma empresa tem recebido diversos estudos e está aberto à muitas teorias. O presente estudo contribuiu para o debate. Utiliza a regressão de dados em painel pela técnica de mínimos quadrados ordinários agrupados com erros-padrão robustos clusterizados para analisar os diferentes fatores que influenciam a quantidade de dividendos pagos por uma ação em uma empresa não financeira da bolsa de valores brasileira.

As conclusões sobre a variável independente Lucro por Ação, demonstram que, como apontado por Lintner (1956), os lucros da empresa estão relacionados com a quantidade de dividendos pagos por ação, ou seja, com um maior lucro líquido, a empresa distribuiu maior quantidade de dividendos por ação, mostrando assim estar em conformidade com a teoria da relevância de dividendos.

As conclusões referentes a variável independente ROIC, mostram que quanto maior o ROIC, menos uma empresa está propensa a pagar dividendos, isso vai ao encontro da teoria residual de dividendos, já que empresas com alto potencial de crescimento preferem a valorização de mercado, os lucros são mais investidos na empresa do que distribuídos para seus investidores.

Em contradição ao esperado, o índice de preços sobre vendas se mostrou negativamente relacionado com a distribuição de dividendos. Devido à natureza de sua fórmula, quanto maior, mais valorizada é uma ação, pode-se inferir que o mercado brasileiro é otimista, prefere a valorização de mercado ao pagamento de dividendos, vai contra a teoria da relevância de dividendos e a teoria do pássaro na mão.

As empresas que apresentaram pagamentos de dividendos em exercícios anteriores mantiveram estabilidade em suas distribuições de dividendos. Encontrando-se também aqui evidências coincidentes com o modelo de Lintner (1956) e com Almeida, Pereira e Tavares (2015) que diz, relativamente à indicação da política de dividendos das empresas, num determinado exercício econômico, esta é influenciada positivamente pelos dividendos do exercício anterior.

Quanto ao valor de mercado da empresa, há uma relação positiva com os dividendos pagos por ação, vai ao encontro a teoria da agência, em que firmas maiores tenderão a pagar maiores dividendos sob a hipótese de que enfrentarão menor restrição de acesso ao financiamento bancário, bem como menores custos no caso de uma eventual emissão. Vai

também ao encontro das conclusões obtidas por autores como Gordon (1959), Ferreira *et al.* (2010) e Ribeiro (2010), que afirmam que o aumento do valor do dividendo distribuído leva ao aumento do valor de mercado da empresa, e vice-versa.

Em relação ao nível de dívida de uma empresa, conclui-se que quanto mais endividada uma empresa está, menos dividendos ela estará propensa a pagar, segundo Ribeiro (2010), devido a dificuldade de conciliar o autofinanciamento da empresa com a distribuição de dividendos as empresas não podem distribuir dividendos sem antes pagar seus financiadores, isso levaria ao colapso da empresa.

As conclusões deste estudo e dos demais estudos sobre a política de dividendos não são consensuais, diferentes países, com diferentes amostras, diferem em seus resultados, assim ainda há espaço para pesquisa e novos estudos são necessários para um melhor entendimento das políticas de dividendos adotadas pelas empresas.

Referências

AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. **Do Emerging Market Firms follow different dividend policies from US Firms?** The Journal of Financial Research, v. 26(3), 2003, p. 371-387.

ALMEIDA, L.; PEREIRA, E.; TAVARES, F. **Determinantes da Política de Dividendos: evidência de Portugal.** Revista Brasileira de Gestão de Negócios, v.27, 2015, p. 701-719.

ARRAZOLA, M.; HEVIA, J.; MATO, G. **Determinantes de la distribución de dividendos.** Investigaciones Económicas, v. 16, 1992, p. 235-258.

AZEVEDO, G. **Governança Corporativa: Uma Análise Do ROE, ROIC e WACC de Empresas Integrantes do “Novo Mercado” da Bm&Fbovespa.** Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2018, p. 15-16.

BAGUES, E.; FUMAS, V. (1995). **Explicaciones alternativas para la política de dividendos: análisis empírico con datos empresariales españoles.** Investigaciones Económicas, v. 19(3), 1995, p. 329-348.

BENZINHO, J. **The Dividend Policy of the Portuguese Corporations Evidence from Euronext Lisbon.** MPRA Paper nº 1137, 2004.

BHATTACHARYA, S. **Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy.** The Bell Journal of Economics, v.10, 1979, p.259-270.

BREALEY, R.; MYERS, S. **Princípio de Finanças Empresariais.** 3ª Ed. Portugal: McGraw-Hill, 1992.

DAMODORAN, A. **Corporate finance: theory and practice.** 2ª Ed. Hoboken, NJ: Wiley. 2001.



Conectando Pessoas.
Fortalecendo a Profissão!

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; & SKINNER, D. **Are dividends disappearing?** Journal of Financial Economics, v. 72(3), 2004, p. 425-456.

ESCUER, M.; & CABESTRE, F. **El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el mercado de capitales español.** Revista Española de Financiación y Contabilidad, v. 24, 1995, p. 201-220.

FAMA, E.; FRENCH, K. **Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?** Journal of Applied Corporate Finance, v. 14(1), 2001, p. 67-79.

FERREIRA, A. **A Controvérsia sobre os Dividendos.** Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ, Rio de Janeiro, v. 6, 2001, p. 58-65.

FERREIRA, W.; NAKAMURA, W.; MARTIN, D.; BASTOS, D. **Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa.** FACEF, v. 13(2), 2010, p. 190-203.

GITMAN, L. **Princípios de Administração Financeira – Essencial.** 2ª Ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GORDON, J. **Dividends, earnings and stock price.** Review of Economics and Statistics, v. 41(2), 1959, p. 99-105.

GORDON, M. J. **Optimal investment and financing policy.** Journal of Finance, v. 28, 1963, p. 264-272.

GRULLON, G.; MICHAELLY, R.; SWAMINATHAN, B. **Are dividend changes a sign of firm maturity?** The Journal of Business, v. 75, 2002, p. 387-424.

HO, H. **Dividend Policies in Australia and Japan.** International Advances in Economic Research, v. 9(2), 2003, p. 91-100.

ISLAM, T.; AAMIR, M.; AHMAD, A.; SAEED, M. **Determinants and motivators of dividend policy: a study of cement industry of Pakistan.** Mediterranean Journal of Social Sciences, v. 3(2), 2012, p. 103-108.

JENSEN, M.; MECKLING, W. **Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** Journal of Financial Economics, 1976.

LIE, E. **Financial flexibility, performance and the corporate payout choice.** The Journal of Business, v. 78(6), 2005, p. 2179-2201.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained and taxes. **The American Economic Review**, v. 46(2), 1956, p. 97-113.

MATIAS, A. **Análise financeira fundamentalista de empresas.** 1ªEd. São Paulo: Atlas, 2009.





Conectando Pessoas.
Fortalecendo a Profissão!

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

MILLER, H.; MODIGLIANI, F. **Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares.** Journal of Business, 1961.

MOREIRAS, L.; TAMBOSI E.; GARCIA, F. **Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado.** Revista Administração, v. 47(4), 2012, p. 671-682.

NACEUR, S.; GOAINED, M.; BELANE, S. **On the determinants and dynamics of dividends policy.** International Review of Finance, v. 6, 2006, p. 1-23.

NETO, A. **Financas corporativas e valor.** 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2008.

NETO, J. **Dividend Yield e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro.** Dissertação (Pós-Graduação em Administração de Empresas) - Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas. São Paulo, 2002, p. 11.

OMRAN, M; POINTON, J. **Dividend Policy, Trading Characteristics and share prices: Empirical Evidence from Egyptian Firms.** International Journal of Theoretical and Applied Finance, v. 17(2), 2004, p. 121-133.

PEREIRA, E. **Resultado por Ação: Um Estudo Descritivo das Companhias Comerciais de Eletrodomésticos com Base no Pronunciamento Técnico CPC 41.** Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2018, p. 12.

PROCIANOY, J.; POLI, B. **A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa.** Revista de Administração de Empresas, v.33, 1993.

RIBEIRO, A. **Determinantes da política de dividendos: evidência empírica para as empresas não financeiras cotadas na Euronext Lisbon.** Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão, v.9, 2010, p.15-25.

SALSA, M. **Política de dividendos e ciclo de vida das empresas.** Encontros científicos, Tourism e Management Studies, v.6, 2010, p. 162-174.

SANVICENTE, A. **Teoria Residual da Política de Dividendos: Um Experimento Natural.** CEQEF Working Papers, v.33, 2017, p. 1-24.

WATTS, R. **The information content of dividends.** Journal of Business, v. 46(2), 1973, p. 191-211.

YEGON, C.; CHERUIYOT, J.; SANG, J. **Effects of dividend policy on firm's performance: econometric analysis of listed manufacturing firms in Kenya.** Research Journal of Finance and Accounting, v. 5, 2014, p. 136-144.

