



Relevância ou irrelevância dos dividendos: Uma análise com as empresas do Icon

Alex Zimmer Machado

UFSC – Universidade Federal de Santa Catarina
alexarroio@outlook.com

Leonardo Flach

UFSC – Universidade Federal de Santa Catarina
leonardo.flach@gmail.com

Jonatas Dutra Sallaberry

UFSC – Universidade Federal de Santa Catarina
jonatas.sallaberry@hotmail.com

Recebimento:

03/02/2020

Aprovação:

28/04/2020

**Editor responsável pela
aprovação do artigo:**

Dra. Nayane Thays Kespi Musial

**Editor responsável pela edição do
artigo:**

Dra. Nayane Thays Kespi Musial

Avaliado pelo sistema:

Double Blind Review

A reprodução dos artigos, total ou parcial,
pode ser feita desde que citada a fonte.

Resumo

O dividendo representa a distribuição do resultado de uma organização, uma parcela do seu lucro, que é o objetivo principal de uma empresa. Existem duas correntes teóricas antagônicas acerca do tema: a da Relevância dos Dividendos, também chamada de Teoria do Pássaro na Mão, de Gordon e Lintner, e a da irrelevância dos dividendos, que atribui o ganho ao valor de mercado, de Modigliani e Miller. O presente artigo buscou verificar a existência de relação entre a distribuição de dividendos e o valor de mercado das empresas pertencentes ao índice ICON, este que visa representar o desempenho médio das empresas mais representativas do setor de consumo cíclico, não cíclico e saúde. A pesquisa compreende dados de períodos trimestrais entre 2013 a 2018. Utilizou-se o modelo de regressão com dados em painel de efeitos fixos. O modelo teórico aplicado de Zanon, Araújo e Nunes (2017) possui como dependente a variável *Market to Book*, e como variável explicativa de interesse, o *Payout* (razão entre os dividendos pagos e os lucros do período de cada empresa) em diferentes aplicações. Os resultados apresentam a discussão sobre a limitação dos pressupostos estatísticos da regressão, bem como da não significância do *Payout* no comportamento da relação do valor de mercado com o escriturado. O controle por variáveis permitiu confirmar a relação do *Market to Book* com o Tamanho da empresa e com o nível de Alavancagem, mas contrariamente ao esperado, não demonstrou relação com o Lucro por Ação e nem pelo Rentabilidade. A discussão desses resultados pode contribuir empiricamente processo de decisão entre a distribuição de lucros ou financiamento de capital, bem como teoricamente ao corroborar a teoria da irrelevância dos dividendos.

Palavras-chave: Dividendos. *Market To Book*. *Payout*. Irrelevância.



PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM
CONTABILIDADE
MESTRADO E DOUTORADO

DOI:

<http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v11i3.71493>

RELEVANCE OR IRRELEVANCE OF DIVIDENDS: AN ANALYSIS WITH ICON COMPANIES

ABSTRACT

The dividend represents the distribution of an organization's results, a portion of its profit, which is the main objective of a company. There are two opposing theoretical currents on the subject: that of the Relevance of Dividends, also called Theory of the Bird in the Hand, by Gordon and Lintner, and that of the irrelevance of dividends, which attributes the gain to market value, by Modigliani and Miller. This article sought to verify the existence of a relationship between the distribution of dividends and the market value of companies belonging to the ICON index, which aims to represent the average performance of the most representative companies in the cyclical, non-cyclical and health consumption sector. The research comprises data for quarterly periods between 2013 and 2018. The regression model was used with data in a fixed effects panel. The theoretical model applied by Zanon, Araújo and Nunes (2017) has the Market to Book variable as a dependent, and as an explanatory variable of interest, the Payout (ratio between the dividends paid and the profits for the period of each company) in different applications. The results present the discussion about the limitation of the statistical assumptions of the regression, as well as the non-significance of Payout in the behavior of the relation between the market value and the carrying amount. The control by variables allowed to confirm the relationship of the Market to Book with the size of the company and the level of Leverage, but contrary to expectations, it did not show a relationship with Earnings per Share or Profitability. The discussion of these results can empirically contribute to the decision-making process between the distribution of profits or capital financing, as well as theoretically corroborating the theory of the irrelevance of dividends.

Keywords: Dividends. Market To Book. Payout. Irrelevance.

1 Introdução

A estrutura de capital observada nas demonstrações contábeis revela como a empresa está financiada, como suporta seus investimentos e as possibilidades de investimentos futuros. Para a realização de investimentos a empresa poderá contrair dívidas com terceiros, emitir ações ou mesmo reter seus lucros – o dividendo que seria distribuído aos acionistas (Sousa, Penedo, & Pereira, 2018).

A política de dividendos é um tema amplamente discutido no campo das finanças corporativas (Viana Junior, Marques, Domingos, & Ponte, 2017). No Brasil, o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio (JSCP) tem se ampliado nas últimas décadas (Carnier, 2005; Gamez, 2006).

Decourt e Procianoy (2012) indicam que essa política de dividendos com *payout* elevado oferece ao investidor maior segurança, porque mesmo que o valor de mercado reduza em eventos de crise financeira, o investidor teria a possibilidade de receber fluxo de caixa sem necessidade de se desfazer do ativo, mas tão somente recebendo parte dos lucros da empresa – o dividendo. Por outro lado, esses autores destacam que a manutenção desse pagamento elevado de dividendos reduz a possibilidade de investimento próprio da empresa, o que exige uma maior exposição à capital de terceiro para viabilizar novos projetos.

Encontrar o ponto ideal de distribuição de dividendos é uma questão de reflexão da gestão de acordo com o planejamento da empresa. Se por um lado a retenção dos lucros permite maior capacidade de investimento em novos projetos, de outro o acionista tem a expectativa de ampliar seu capital, cujo fluxo de caixa é valorizado (Decourt & Procianoy, 2012). A escolha que mais satisfaz o investidor, gera maior expectativa de ganhos e consequentemente maior procura e valorização das ações da empresa.

O valor de mercado da empresa é definido, basicamente, nos pregões bursáteis, pela demanda e oferta. Num mercado eficiente, a mão invisível do mercado guiaria o empreendedor a beneficiar toda a sociedade mesmo que ele buscasse somente seu próprio lucro, pode-se inferir que o objetivo da administração financeira de uma empresa seria o de maximizar a riqueza dos acionistas, e, assim, beneficiar toda a sociedade (Boaventura, Cardoso, Silva, & Silva, 2009). Em outras palavras, o objetivo seria maximizar o valor da empresa no mercado.

Esta pesquisa se aproxima dos fundamentos da Teoria da Relevância dos Dividendos, de Lintner (1956) e Gordon (1959), e a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, de Modigliani e Miller (1961). Lintner (1956) e Gordon (1959) acreditavam na relevância dos dividendos no valor de uma empresa, e afirmavam que um acionista preferiria receber dividendos correntes, haja vista sua necessidade de fluxos de caixa presentes e maior conservadorismo, preferindo não se arriscar esperando uma valorização futura da empresa.

Modigliani e Miller (1961) inferiram que o valor da empresa é determinado pela sua capacidade de produzir retornos acima da taxa mínima requerida pelos investidores, e não pela decisão de distribuir ou não dividendos, pois caso os investidores necessitassem de certo fluxo de caixa, poderiam eles simplesmente vender parte das suas ações então valorizadas.

Mesmo na literatura nacional, Janiszewski, Carrascoso, Júnior, Lagioia e Oliveira (2017) apontam uma série de trabalhos que investigaram as teorias acima e obtiveram resultados diversos. Corso, Kassai e Lima (2012) e Omokhudu e Ibadin (2015), por exemplo, constataram a relevância dos dividendos em seus trabalhos, contrariamente a Silva e Dantas (2015) que atribuíram a irrelevância dos dividendos no valor de mercado de instituições financeiras listadas na hoje B3.

Viana Junior *et al.* (2017) apontam que, mesmo com boa produção científica a respeito do tema, ainda há controvérsias sobre a irrelevância ou relevância dos dividendos. Ademais, é necessário ampliar as evidências aos períodos mais recentes da economia nacional para entender como o nível de *payout* reflete na percepção dos investidores, visto que na última década o Brasil passou por uma crise econômica significativa. Assim sendo, este trabalho tem como objetivo analisar a relação dos dividendos no valor das empresas pertencentes ao Índice ICON, da B3, do ano de 2013 ao de 2018, trimestralmente.

As empresas de produtos de consumo são, em tese, mais sensíveis a crises que afetam os indivíduos, e por isso variações nas suas expectativas de resultados poderiam afetar significativa a percepção de resultados futuros e seu valor no mercado acionário. Desse segmento, pesquisa de Viana Junior *et al.* (2017) analisou o período de 2009, início da retomada após crise do *subprime*, até o declínio em 2014, não existindo evidências posteriores.

O segmento selecionado, o índice ICON, representa o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade dos setores de consumo cíclico, consumo não cíclico e saúde (B3, 2019). Além disso, junto ao setor de utilidade pública, cujo consumo tende a se manter menos invariável a crises demonstraram certa relação positiva entre o pagamento de dividendos e o preço de mercado das mesmas.

2 Referencial Teórico

Existem quatro momentos importantes no tratamento dos dividendos no Brasil: o primeiro, a época em que o Brasil convivia com inflação elevada, em que os dividendos eram vistos como irrelevantes, uma vez que o poder de compra era corroído rapidamente; o segundo, o momento imediatamente posterior a esse, com a inflação contida, após 1994, quando passa-se a valorizar os dividendos recebidos; o terceiro, o desenvolvimento do Mercado de Capitais brasileiro, momento em que os investidores acabam por priorizar os ganhos de capital em detrimento da remuneração por dividendos; e quarto e último, a fase da adoção voluntária dos princípios da governança corporativa por parte das empresas (Procianoy, 2006).

Embora haja algumas espécies de proventos, como bonificações e direitos de subscrição, por exemplo, os mais utilizados pelas empresas brasileiras, conforme Vancin e Procianoy (2014) indicam, são os dividendos e Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). A lei 6.404/76 permite a decomposição desse provento em: a) prioritário e não prioritário; b) cumulativo e não cumulativo; e c) mínimo, fixo e obrigatório.

Os acionistas que possuem ações que conferem a seus detentores dividendos prioritários têm prioridade na distribuição dos lucros sobre os demais acionistas, inclusive na hipótese de não haver lucro suficiente para pagamento de dividendos a todos – as participações de acionistas preferenciais. Quanto à cumulatividade, o dividendo será cumulativo quando ao acionista for assegurado o direito de recebê-lo no exercício em que houver lucro para distribuição, após não ter recebido tal provento no exercício competente para tal – exceto em prejuízo do capital social (Brasil, 1976).

Quanto à distribuição de lucros excedentes após as destinações previstas na lei, os dividendos podem ser mínimos e fixos. Os dividendos fixos não possibilitam aos acionistas participação nos lucros remanescentes, e os dividendos mínimos, possibilitam a participação em igualdade de condições com os acionistas ordinários (Brasil, 1976). Como Vancin e Procianoy (2014) explanam, o dividendo mínimo obrigatório visa a proteção aos acionistas minoritários, ao impedir a deliberação restrita dos controladores sobre a destinação do lucro do exercício.

A Lei nº 6.404/1976 estabelece que a parcela do lucro do exercício destinada a dividendos pode ser estabelecida pelo Estatuto da Companhia em no mínimo 25%, do contrário o dividendo mínimo obrigatório será de metade do lucro líquido do exercício acrescido ou diminuído da destinação à Reserva Legal e destinado ou revertido da Reserva para Contingências. Além disso, como exposto, parte do montante a ser distribuído como dividendos pode ser destinado a Reserva de Lucros a Realizar por não estar realizada financeiramente.

Ainda cabe mencionar as ações “ex dividendos” e “com dividendo”. De acordo com Vancin e Procianoy (2014), as “ex” são aquelas cujos direito a proventos, incluindo dividendos, já foram exercidos por seus titulares. Geralmente, a data em que a ação se tornará “ex” é o dia após o anúncio do pagamento do dividendo. Já as ações “com” concedem aos seus titulares o direito aos proventos distribuídos pela empresa.

2.1 Teoria da Relevância e Teoria da Irrelevância dos dividendos

A decisão de distribuir ou não dividendos influi na estrutura de capital e consequente no endividamento da empresa. Conforme descrito no trabalho de Cordeiro Filho, Pamplona, Lucas e Kawai (2018), a estrutura de capital adotada por uma empresa define, também, como ela está financiada a longo prazo.

O capital de uma empresa pode ser originado de recursos próprios ou de terceiros. A empresa busca obter a melhor relação risco-retorno também nas decisões de financiamento, e assim adotar a estrutura de capital que considera mais adequada a seu caso. É “necessário discernir o nível ótimo de distribuição de dividendos que venha a maximizar o rendimento do investimento realizado pelos acionistas e que atenda às necessidades de autofinanciamento da organização” (Viana Junior et al., 2017).

Para Vélez-Pareja e Franco (2011), a teoria convencional acerca da estrutura de capital considera que uma empresa pode alcançar uma estrutura ótima de capital, relação passivo com patrimônio líquido. Nessa situação, o custo médio ponderado das fontes de financiamento Weighted Average Capital Cost (WACC) é minimizado, e a riqueza dos acionistas, maximizada, uma vez que é administrado o risco financeiro, este entendido como a proporção que ocupa o passivo exigível por terceiros no financiamento total da empresa (Oliveira, Martins, Ferreira, Juca, & Junior, 2019).

Por outro lado, Modigliani e Miller (1961) propuseram que o valor de uma empresa atuando em mercado eficiente, sem impostos sobre a renda ou taxas de corretagem independe da sua estrutura de capital. Argumentam os autores pela existência de fatores que influenciam as preferências do indivíduo para optar pela acumulação de capital ou pela renda, que não seriam suficientes para exigir um prêmio permanente no valor de mercado.

Ressalvam Modigliani e Miller (1961) que bastaria o investidor optar por um ativo ou carteira de ativos com política que atenda a suas preferências sobre os dividendos.

Essa teoria pressupõe certas premissas (Zanon et al., 2017), as quais a não há incidência de impostos, a inexistência de custos de transação, e os resultados não distribuídos sendo reinvestidos pela empresa em projetos com retornos capazes de manter o valor da ação. Esse ambiente estaria de certo modo funcionando sob a Hipótese de Mercado Eficiente, com preços dos ativos a seus valores justos, incorporando de maneira rápida todas as informações do mercado e conjuntura econômica em seus preços (Pereira Filho, 2018).

Silva e Dantas (2015) ao evidenciar resultados divergentes a essa teoria, consubstanciado na existência de investidores com diversos interesses no mercado, dentre eles, os que preferem receber ou não mais dividendos. Assim, a empresa pode adotar uma política de dividendos que agrade determinado grupo de dividendos e ao mesmo tempo não satisfaça outro grupo.

Portanto, a defesa do argumento de que a política de dividendos influi no valor de uma empresa vai ao encontro da Teoria da Relevância dos Dividendos, de Lintner (1956) e Gordon (1959), também chamada de Teoria do Pássaro-na-Mão. Nessa linha, o risco dos ganhos de capital com a valorização das ações da empresa, em data futura e incerta, seria maior do que o risco dos dividendos presentes. Logo, o investidor requereria, com isso, uma taxa de retorno menor a medida que aumentassem os dividendos pagos pela empresa, dado o menor risco de seu investimento.

Embora não aprofundado, outra teoria acerca da relevância dos dividendos é a Teoria da Sinalização, do economista Andrew Michael. De acordo com Janiszewski et al. (2017), a teoria demonstraria o conteúdo informacional da política de dividendos. Ao considerar a assimetria informacional existente entre os agentes, os dividendos poderiam informar ao mercado as expectativas acerca da companhia daqueles que, supostamente, tem mais informações sobre as condições da empresa, os administradores. Logicamente, o aumento nos dividendos significaria, então, condições favoráveis a uma empresa, gerando valorização na sua cotação.

Como disposto no desenvolvimento teórico do referencial, há autores que atestam a Relevância dos Dividendos, preconizada por Gordon e Lintner e denominada de Teoria do pássaro na mão, e outros que adotam a Irrelevância dos dividendos, exposta inicialmente por Modigliani e Miller (1961). Essa dicotomia está traduzida no modelo hegeliano – em que a hipótese nula ou inicial recebe uma antítese, resultando numa síntese –, adotando-se como hipótese alternativa:

H1: Há relação entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotados (payout).

Para o teste das hipóteses de pesquisa utiliza-se a modelagem aplicada por Zanon et al. (2017), que por sua vez, foi adaptado a partir do modelo de Silva e Dantas (2015). O modelo permite verificar se há relação entre a política de dividendos e o valor de mercado das empresas, com base na razão entre o valor de mercado e o valor contábil, o Market to Book (MTB), da seguinte forma:

$$MTB_{it} = \beta_0 + \beta_i + \beta_1 Payout_{it} + \beta_1 PayoutPos_{it} + \beta_2 LPA_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

MTB_{it} = Market to Book, da empresa i, no final do período t;

$Payout_{it}$ = índice payout, da empresa i, no final período t;

$PayoutPos_{it}$ = índice payout, da empresa i, no final período t, igualando-se a zero quando o lucro por ação for menor que zero;

LPA_{it} = lucro por ação, da empresa i , no final do período t ;

ROE_{it} = ROE, da empresa i , no final do período t ;

Tam_{it} = tamanho logarítmico, da empresa i , no final do período t ;

$Alav_{it}$ = alavancagem, da empresa i , no final do período t ; e

ε_{it} = erro da regressão.

2.2 Pesquisas Relacionadas

Martins e Famá (2012) consolidaram a literatura sobre política de dividendos no Brasil de estudos empíricos realizados de 1990 a 2010, que foram publicados nos principais periódicos de Administração, Contabilidade e Finanças. As tendências encontradas revelaram a relevância dos dividendos no Brasil, mas também alguns resultados conflitantes em relação à hipótese do efeito clientela e influência da tributação e sinalização dos dividendos. O efeito clientela foi parcialmente confirmado na pesquisa de Holanda e Coelho (2012) de que as empresas possuem relação com investidores específicos. A política de dividendos foi influenciada por variáveis de geração de caixa, rentabilidade do patrimônio líquido, retorno de mercado e tamanho.

Silva e Dantas (2015) realizaram importante trabalho ao pesquisar se a política de dividendos teria implicações sobre o valor de mercado de 25 instituições financeiras listadas na B3. Os autores, além de destacar a carência de estudos nesse sentido para agregação de informação sobre o mercado de capitais brasileiro, constataram a irrelevância da política de distribuição de dividendos em relação ao valor de mercado das instituições financeiras.

Acerca da Teoria da Sinalização, Silva, Nardi e Tonani (2016) analisaram o impacto do Dividendo Adicional Proposto (DAP), no período de 2010 a 2012, no preço das ações de empresas no mercado de capitais do Brasil. Os resultados apontaram para a hipótese de que o Dividendo Adicional Proposto foi relevante para o preço de das ações das empresas.

Já Viana Junior et al. (2017), analisando 189 empresas listadas em bolsas de valores investigaram sobre a relação entre a política de dividendos e o valor de mercado nas companhias, no lapso temporal de 2009 a 2014. Os resultados apontaram que o Payout, (Dividendo/Lucro) não se mostrou significativo para explicar o valor de mercado das firmas. Entretanto, ao segregar a amostra por setor econômico, os autores apuraram que nos setores utilidade pública e consumo não cíclico, o payout apresentou relação positiva e significativa para explicar o valor de mercado das firmas.

Leite, Bambino e Hein (2017) procuraram analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. Os autores elaboraram um modelo que analisou a relação entre o grupo de variáveis relativas a política de dividendos (dividendos pagos, dividendos pagos por ação e dividend yield), variáveis de controle (PIB, ativo total das organizações e inflação de cada país) e variáveis de desempenho (retorno sobre os ativos, retorno sobre o patrimônio líquido, lucro líquido e lucro por ação). Leite et al. (2017) concluíram que a política de dividendos exerceu uma influência negativa sobre o desempenho econômico financeiro das organizações brasileiras e chilenas, sobretudo das brasileiras.

Zanon et al. (2017) se dispuseram a buscar a influência da decisão de distribuir dividendos no valor das empresas. Analisaram 33 empresas, as quais faziam parte da carteira teórica do índice IBOVESPA e, simultaneamente, do Novo Mercado. Foram utilizadas informações de 2000 a 2017 das empresas, nas quais constatou-se que não houve relação entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado por elas. Todavia, quando são foram desconsideradas as distribuições de dividendos em períodos que houve prejuízo, foi possível verificar a existência de uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e o nível de distribuição de dividendos adotado.

3 Procedimentos Metodológicos

Este trabalho define-se como empírico-analítico, de acordo com o exposto por Zanon et al. (2017), pela utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise dos dados quantitativos privilegiando o estudo prático e a relação causal entre as variáveis estudadas.

A pesquisa utiliza dados das empresas pertencentes à carteira teórica do índice ICON. Segundo a B3 (2019), o ICON visa demonstrar o desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade dos setores de consumo cíclico, consumo não cíclico e saúde. Assaf Neto (2014) destaca que no setor de consumo cíclico são incluídos os subsetores de tecidos, vestuário e calçados, utilidades domésticas, automóveis, e mídia, entre outros, e no de consumo não cíclico, os subsetores de agropecuária, bebidas, fumo, saúde, alimentos processados, produtos de limpeza e outros.

Na aplicação do modelo de Zanon et al. (2017), o índice de payout é a variável de interesse para os testes das hipóteses da pesquisa. As variáveis lucro por ação (LPA), retorno sobre o capital (ROE), tamanho (TAM) e alavancagem (ALAV) são as variáveis de controle, incorporadas no modelo para capturar suas relações conforme variação do Market to Book (MTB) e Payout. Estas variáveis são úteis como elementos de validação quanto a evidências conhecidas em relação à variável dependente. Os dados necessários foram coletados da base de dados Economática®, cujos dados representativos das variáveis foram extraídos para cada período t , empilhados para cada empresa i , assumindo a estrutura de uma regressão com dados em painel (Furtado Filho, Flach, & Sallaberry, 2019), evidenciadas na Figura 1.

Figura 1: Resumo das Variáveis Adotadas

VARIÁVEL	DADO POR	DESCRIÇÃO
MTB	$\frac{\text{Valor de mercado}}{\text{Valor patrimonial}}$	Revela quanto o mercado está disposto a pagar, dado o valor patrimonial contábil da empresa
PAYOUT	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro líq.}}$	Revela quanto do lucro do exercício é distribuído em forma de dividendos
PAYOUTPOS	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{Lucro líq. (se líq. > 0)}}$	Revela quanto do lucro do exercício é distribuído, sendo = 0 nos períodos em que houve prejuízos
LPA	$\frac{\text{Lucro líq.}}{\text{Nº de ações}}$	Revela o lucro líquido do exercício para cada ação
ROE	$\frac{\text{Lucro líq.}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Revela o potencial da empresa gerar valor a partir de si mesma
TAM	$\text{Ln}(\text{Ativo total})$	Revela o tamanho obtido pelo logaritmo neperiano do ativo total da empresa
ALAV	$\frac{\text{Ativo total}}{\text{Patrimônio líquido}}$	Revela o quanto do ativo é financiado por recursos próprios

Fonte: Zanon, Araújo e Nunes (2017).

A partir do referencial teórico e empírico, espera-se que LPA e ROE apresentem relação positiva com o valor de mercado das empresas examinadas, reduzido na variável MTB, uma vez que indicam expectativa de retornos para os acionistas. Em relação à variável TAM é esperada uma relação negativa, supondo que acionistas acreditam que entidades menores tem maior margem para crescimento. No caso da variável ALAV, é esperada relação negativa com a variável dependente MTB, deflagrando a visão negativa do mercado acerca do risco financeiro de uma empresa mais alavancada.

Ademais, os modelos de regressão linear múltipla, tal como o que este trabalho adotou, deve observar alguns pressupostos, quais sejam: a) a variável dependente segue distribuição normal; b) os resíduos (diferenças em relação à média) seguem distribuição normal; c) não há correlação elevada entre os resíduos e

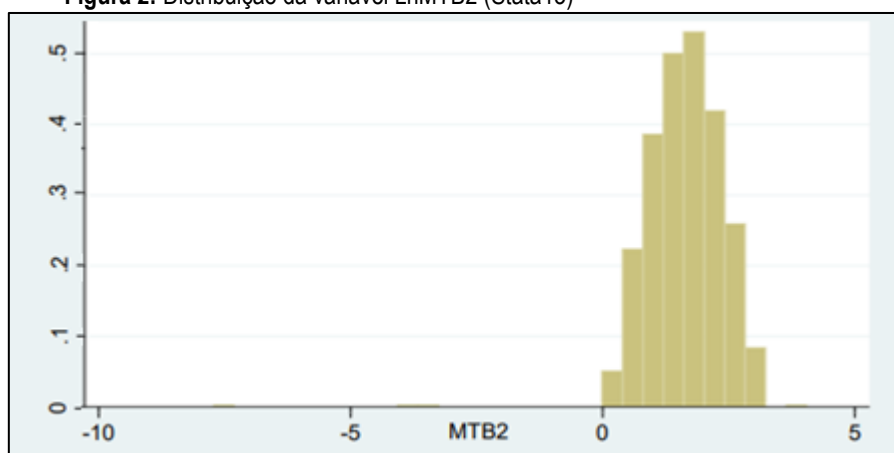
as variáveis independentes; e d) não há correlação elevada entre as variáveis independentes (Fávero & Belfiore, 2014; Furtado Filho, Flach, & Sallaberry, 2019). Deve-se, portanto, realizar os testes estatísticos para verificar a validade desses pressupostos para este trabalho.

Por meio do software Stata 13 foram conduzidas as análises estatísticas, sendo que para verificar a normalidade da variável dependente MTB foi realizado o teste de Shapiro-Francia, assumindo, a 5% de significância, como hipótese nula, que segue distribuição normal. Aplicando-se o teste obteve-se, um valor crítico z, valor que delimita a área de rejeição de H_0 , igual a 12,343, e um p-valor igual a 0,0001, indicando a rejeição da hipótese nula. Ou seja, a distribuição não é normal.

Para contornar esse problema, primeiro, tentou-se aumentar a amostra, aumentando o espaço temporal delimitado para a pesquisa, de 6 anos, para 10 anos. Não se obteve êxito com o procedimento, no entanto. Após isso, buscou-se aumentar ainda mais o espaço temporal. Entretanto, muitas empresas da amostra não tinham dados mais antigos, uma vez que a maioria delas abriu seu capital na bolsa a partir de 2007, e o índice ICON começou a ser calculado apenas após 2009 (Assaf Neto, 2014).

Por último, procedeu-se aplicar o logaritmo neperiano dos valores discrepantes positivos, assim como expõe Pino (2014) ser tal procedimento uma possível solução para resolver a não normalidade da variável. Por meio de análise gráfica, constante na Figura 2, pode-se observar que o histograma se assemelha muito àquele da distribuição normal (Sallaberry & Medeiros, 2015), também chamada gaussiana.

Figura 2: Distribuição da variável LnMTB2 (Stata13)



Fonte: Dados da pesquisa.

No entanto, ao proceder-se o teste de normalidade encontrou-se um p-valor igual a 0,0001. Ou seja, pelo teste, a distribuição da variável não é normal. Tal fato deflagra o não atendimento do primeiro pressuposto do modelo. Pino (2014) também relata que variáveis que representem uma razão de outras duas variáveis dificilmente terão distribuição normal, citando o caso de variáveis no campo agrícola, algumas dadas por uma divisão de duas medidas. Essa limitação parece se aplicar à MTB, uma vez que a variável resulta da divisão entre o valor de mercado e o valor patrimonial da empresa.

A seguir, testou-se o pressuposto da normalidade dos resíduos, através do teste de Shapiro-Francia, tendo como nível de significância 5% e adotando, como hipótese nula, que os resíduos seguem distribuição normal. Como resultado, obteve-se um Z crítico igual a 14,043 e um p-valor igual a 0,00001. Ou seja, foi rejeitada a hipótese nula, deflagrando que os resíduos do modelo não seguem distribuição normal, não atendendo ao segundo pressuposto.

Procedeu-se também o teste de heterocedasticidade dos resíduos – correlação entre resíduos e variáveis explicativas. Para tanto, com 5% de significância e utilizando-se do teste de Breusch-Pagan, a

Relevância ou irrelevância dos dividendos em relação ao valor de mercado.

hipótese nula foi rejeitada. Portanto, os resíduos são heterocedásticos, não atendendo ao terceiro pressuposto, sintetizados na Tabela 1.

Tabela 1: Pressupostos de regressão multivariada

VARIÁVEL	P-VALOR	PRESSUPOSTO	CONCLUSÃO
MTB	0,00001	Normalidade da variável dependente	A variável dependente não segue distribuição normal
MTB2	0,00001	Normalidade da variável dependente	A variável dependente, com Ln de valores discrepantes positivos, não segue distribuição normal
Res	0,00001	Normalidade dos resíduos	Os resíduos não seguem distribuição normal
Res	0,00000	Heterocedastidade dos resíduos	Os resíduos heterocedásticos

Fonte: Dados da pesquisa.

Por fim, verificou-se a ausência de multicolinearidade, ou seja, a ausência de correlação elevada entre as variáveis explicativas do modelo, por meio da estatística VIF e da matriz de correlação de Pearson. A estatística variance inflation fator (VIF) a partir de 5 pode evidenciar problemas de multicolinearidade, o que não foi demonstrado na Tabela 2.

Os resultados da matriz de correlação evidenciaram a não existência de correlação forte entre nenhuma das variáveis, uma vez que nenhuma das correlações significantes apresentaram coeficientes superior a 0,8. Entre as correlações que demonstraram-se significantes, o ROE apresentou correlação com a alavancagem (0,46) e com o lucro por ação (0,34), a variável MTB com a alavancagem (0,23) e o maior coeficiente de correlação apresentado foi entre as variáveis Payout e PayoutPos (0,69), mas previamente esperado.

Portanto, ao proceder-se os testes dos pressupostos da regressão multivariada, foi possível constatar que os três primeiros pressupostos não foram atendidos pela amostra. Isso acaba por limitar o poder preditivo do modelo e diminuir seu poder de inferência para a população. A ausência dos pressupostos torna perigoso generalizar os resultados a partir da amostra para a população. No entanto, devido às peculiaridades das variáveis, considerando-se as limitações, a restringindo-se apenas à amostra, ainda assim é relevante demonstrar os achados do modelo.

4 Análise dos Dados

Na carteira teórica de ICON, constam 53 empresas, no entanto, ao prospectar os dados necessários do Economática®, verificou-se que algumas empresas não apresentavam tais dados. Portanto, a amostra foi constituída de 39 empresas somente, cujas estatísticas descritivas das variáveis estão evidenciadas na Tabela 2.

Tabela 2: Estatística descritivas das variáveis estudadas.

VARIÁVEL	MÉDIA	DESVIO PADRÃO	MÍN.	MÁX.	VIF
MTB	3,4249	3,8554	-7,7168	57,1325	-
PAYOUT	0,4585	3,0659	-48,5246	35,8423	1,96
PAYOUTPOS	0,6223	2,0956	0	35,8423	1,96

LPA	0,162	1,2172	-17,0241	29,2469	1,16
ROE	2,9271	9,5314	-168,347	77,41087	1,48
TAM	15,6721	1,0982	13,36388	18,62365	1,01
ALAV	4,0267	10,6869	-37,73807	250,5812	1,30

Fonte: Dados da pesquisa

Analisando, num primeiro momento, apenas as medidas descritivas das empresas, pode-se dizer que: a) em média, o valor de mercado das empresas é 342,5% maior que seu valor patrimonial; b) em média, as empresas distribuem 45,85% de seus lucros; c) em média, o lucro por ação das empresas é R\$0,1620 por trimestre; e d) em média, o retorno sobre o patrimônio das empresas é de 2,9271.

Observa-se que o Payout atingiu valor -48,5246 como mínimo. Isso é possível uma vez que uma empresa pode ter apresentado prejuízo no trimestre e ainda assim ter distribuído lucros acumulados de exercícios anteriores, ou mesmo por efeito de um dividendo mínimo adotado pela empresa, bem como observa Zanon et al. (2017). O PayoutPos, por sua vez, ao ser considerado zero seu valor quando o lucro é menor que zero, obteve um valor mínimo de 0, tendo um desvio padrão menor que o Payout.

O modelo adotado se caracteriza como sendo painel curto, em que o número de períodos é menor que o número de empresas, analisa-se primeiro inicialmente a decomposição da variância. Esse procedimento demonstra importante ao oferecer um primeiro diagnóstico a respeito do melhor modelo para a amostra (Fávero & Belfiore, 2014).

A decomposição da variância das variáveis Payout, PayoutPos, LPA, ROE e ALAV, a variação ao longo do tempo (within) é maior do que a variação por indivíduo (between). Em outras palavras, o quanto as empresas estão distribuindo de dividendos de seus lucros, o próprio lucro, o retorno sobre o patrimônio líquido e a alavancagem das empresas são mais estáveis ao longo do tempo, ao passo que variam mais de empresa para empresa. O contrário verifica-se com as variáveis TAM e MTB, em que a variação entre os indivíduos em cada momento t é maior que a variação ao longo do tempo.

Foram aplicados os devidos testes recomendados pela literatura para se adotar, de fato, o modelo mais adequado para a amostra. Primeiro, foi aplicado o teste de Lagrange Multiplier, de Breusch-Pagan, que indicou que o modelo POLS não oferece estimadores mais apropriados do que painel de efeitos aleatórios. O teste F, de Chow, indicou que existe pelo menos um efeito individual a ser considerado, e descartou-se, portanto, a modelagem por POLS como sendo adequada para a amostra.

Por fim, o teste de Hausman apresentou resultados indicativos do modelo de efeitos fixos para a amostra, desse modo, com a consistência dos parâmetros. Devido a heterocedasticidade também foi aplicado-se o modelo com Erros-Padrão Robustos Clusterizados. Para fins de extração de resultados estatísticos, foram rodadas duas regressões, uma com a variável explicativa PAYOUT e a segunda substituindo por PAYOUTPOS, que suprime os resultados negativos do período, cujos outputs são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3: Resultados das regressões com Erros-Padrão Robustos Clusterizados

1ª Regressão					
cons	PAYOUT	LPA	ROE	TAM	ALAV
5,10	-0,0029	0,0033	0,0039	-0,2232	0,0115
0,028	0,559	0,789	0,093	0,125	0,000
F: 70,43(0,00) R ² = 0,053					
2ª Regressão					
cons	PAYOUTPOS	LPA	ROE	TAM	ALAV
5,097	-0,0031	0,0034	0,0039	-0,2229	0,0115

Relevância ou irrelevância dos dividendos em relação ao valor de mercado.

0,027	0,772	0,786	0,094	0,125	0,000
F: 70,97(0,00) R ² = 0,053					

Fonte: Dados da pesquisa

Como pode ser observado na primeira regressão, a variável PAYOUT não apresentou significância estatística para explicar a variável Market to Book (MTB), não se descartando, assim, a hipótese nula do modelo. Este modelo, de acordo com o coeficiente de determinação, explica 52,06% da variável MTB, mas quando considerado o modelo com Erros-Padrão Robustos Clusterizados apenas 5,33%.

Na segunda regressão, a variável PAYOUTPOS, aquela que recebe valor nulo quando o resultado líquido do período da empresa *i* é negativo, também não apresentou significância estatística quanto à variável MTB. O coeficiente de determinação do modelo continuou semelhante, visto que a explicação do modelo decorre do tamanho (TAM) e da alavancagem (ALAV). Assim, os resultados corroboram a teoria da irrelevância dos dividendos e as premissas de Modigliani e Miller (1961), bem como os resultados de Zanon et al. (2017) e Silva e Dantas (2015).

Quanto às outras variáveis, percebe-se que as variáveis LPA e ROE também não possuem significância para com MTB. Já as variáveis TAM e ALAV, que representam, respectivamente, o tamanho e a alavancagem da empresa, apresentaram p-valor igual a 0,0000 em ambas as regressões no modelo de efeitos fixos tradicional, quando aplicado o painel com modelo com Erros-Padrão Robustos Clusterizados somente a variável ALAV foi significativa na influência da variável MTB. A variável ALAV, com coeficiente 0,015 a cada unidade adicionada de alavancagem das empresas, aumenta cerca de 0,015 unidades de MTB, um quantitativo bastante reduzido.

Esses achados revelam que empresas de maior alavancagem relaciona-se positivamente com o MTB revela a importância da maximização dos resultados em benefício dos seus sócios. A aplicação do painel com Erros-Padrão Robustos Clusterizados é importante para reduzir o problema da heterocedasticidade, uma premissa do modelo de regressão para permitir que seja possível inferir as relações. Apesar da aplicação mitigar a significância da variável de controle TAM, no modelo robusto a variável ROE passa a ter a possibilidade de significância a um nível de 0,10, divergente da premissa convencional dos estudos na área de finanças, mas ainda assim possível em outra amostra ou lacuna de tempo.

No entanto, atendo-se apenas ao que a amostra apresenta, pode-se dizer que a política de dividendos adotada pelas empresas analisadas não influencia o seu valor de mercado – a apreciação dos investidores. Assim, os resultados para essa amostra se diferenciam parcialmente daqueles encontrados por Viana Junior et al. (2017), e seguem a linha dos achados de Zanon et al. (2017) e Silva e Dantas (2015).

Em relação às variáveis de controle, ao nível de significância convencional das pesquisas em finanças, de 0,05, somente a variável alavancagem (ALAV) demonstrou significância. Isso indica que há uma maior precificação do valor de mercado da empresa quando a empresa se utiliza do capital de terceiros para investir em novos projetos ou para sustentar sua atividade. Esses resultados divergem de Silva e Dantas (2015), mas corroboram o resultado de Zanon et al. (2017) podendo evidenciar que essa valorização é temporal, devido ao cenário econômico da janela de tempo.

5 Considerações finais

A importância da realização dos lucros por meio de dividendos para as empresas é um assunto relevante para a academia que tem se dedicado em diversas teorias nas últimas décadas bem como para a prática de investimentos no mercado. Se, por um lado, os investidores incorporam os valores que esperam receber a título de dividendos como benefícios futuros, ao avaliarem a empresa, por outro, distribuir ou não dividendos altera a estrutura de capital da empresa.

Embora existam ainda outras teorias acerca dos dividendos, este estudo trabalhou, basicamente, com a dicotomia relevância-irrelevância dos dividendos, ou seja, influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas. Com o objetivo de verificar uma possível influência do nível de distribuição de dividendos das empresas integrantes da carteira teórica do índice ICON (de consumo cíclico, não cíclico e de saúde) de ações na bolsa de valores. Para tanto, foi utilizado um modelo de regressão com dados em painel, inspirado no modelo de Zanon et al. (2017), adotando como variável dependente o MTB (razão entre o valor de mercado e o valor contábil) e variável independente de interesse o PAYOUT (razão entre dividendos pagos e lucros por ação).

A Teoria da Relevância dos Dividendos, também conhecida por Teoria do Pássaro na Mão, é defendida por de Lintner (1956) e Gordon (1959) atribuindo sua relevância ao fato de que o investidor prefere receber os ganhos da empresa periodicamente do que ver esses recursos reinvestidos pela empresa. Esses autores idealizam o investidor como sendo mais conservador, preferindo os ganhos com dividendos no presente, ao invés de se arriscar esperando a futura valorização de suas ações. Nessas circunstâncias, os resultados estatísticos deveriam ter apresentado significância na relação entre as variáveis de Payout e de MTB.

A linha teórica defendida por Modigliani e Miller (1961) considera indiferente a distribuição ou não de dividendos para apreciação do valor de mercado de uma empresa, uma vez que esta é avaliada, sim, pela sua capacidade de trazer futuros benefícios econômicos aos acionistas. Enquanto alguns investidores tem preferência pelo dividendo outros tem preferência pelo reinvestimento desse ganho para gerar lucros futuros sem exposição ao capital de terceiros.

Independente do sinal positivo ou negativo que indicaria a apreciação ou depreciação, o resultado estatístico aplicando painel de efeitos fixos com Erros-Padrão Robustos Clusterizados na amostra não foi significativo, não sendo possível rejeitar a possibilidade da irrelevância da política de dividendos. Em relação a variável alavancagem (ALAV) demonstrou significância indicando maior precificação do valor de mercado quando a empresa se utiliza do capital de terceiros, divergente de Silva e Dantas (2015), mas corroborando Zanon et al. (2017).

A distribuição de dividendos não apresentou relevância estatística para explicar o MTB das empresas, o que corrobora os achados de Viana Junior et. al (2017) ao tratar os resultados em conjunto mas diverge da análise de apenas o grupo de consumo cíclico. Os achados corroboram os resultados de Silva e Dantas (2015) e de Zanon et al. (2017) apenas quanto ao Payout mas não em relação ao Payoutpos que nesse estudo demonstrou significância estatística.

Para futuros estudos, é possível que uma maior segmentação da amostra, nos grupos de atividades econômicas, por exemplo, ou em janelas temporais com oscilação de inclinação semelhante devido ou termo temporal pode apresentar evidências novas. Esse campo de pesquisa é fértil para novas pesquisas empíricas, podendo-se discutir novas variáveis, como por exemplo, diferentes possibilidades de cenários de tributação dos dividendos, ou mesmo a questão do dividendo adicional discutido em propostas legislativas.

Referências

Assaf Neto, A. (2014). Mercado financeiro. São Paulo: Atlas.

B3. (2019). *ICON: índice de Consumo*. Recuperado de http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices

Boaventura, J. M. G., Cardoso, F. R., da Silva, E. S., & da Silva, R. S. (2009). Teoria dos stakeholders e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios-RBGN*, 11(32), 289-307.

Boulton, T. J., Braga-Alves, M. V., & Shastri, K. (2012). Payout policy in Brazil: dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 968-979. Doi. [dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.09.004).

- Brasil (1976). Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe Sobre As Sociedades Por Ações*. Brasília, Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm
- Carnier, T. (2005). A renda vai para o bolso do aplicador. *Revista Bovespa*, 94.
- Cordeiro Filho, M., Pamplona, J. B., Lucas, E. C., & Kawai, R. M. (2018). Determinantes da Estrutura de Capital no Brasil: Evidências Empíricas a partir de Dados em Painel no período entre 2010 e 2016. *Revista de Administração, Sociedade e Inovação*, 4(2), 183-203. Doi. [dx.doi.org/10.20401/rasi.4.2.211](https://doi.org/10.20401/rasi.4.2.211).
- Corso, R. M., Kassai, J. R., & Lima, G. A. F. S. (2012). Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio versus retorno das ações. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 6(2). Doi. [dx.doi.org/10.17524/repec.v6i2.223](https://doi.org/10.17524/repec.v6i2.223).
- Decourt, R. F., & Procianoy, J. L. (2012). O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM & FBOVESPA: Survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, 10(4), 461-498.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2014). *Métodos Quantitativos com Stata: Procedimentos, Rotinas e Análise de Resultados* (Vol. 1). Elsevier Brasil.
- Furtado Filho, F. L., Flach, L., & Sallaberry, J. (2019). Mercado de capitais nos cenários de crise em mercados emergentes. *GCG: Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 13(3), 83-96.
- Gamez, M. (2006). Mais dinheiro na mão do acionista. *Revista Bovespa*, 98.
- Gomes, P. H. D. C. P., Takamatsu, R. T., & Machado, E. A. (2015). Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. *REUNIR Revista De Administração Contabilidade E Sustentabilidade*, 5(2), 62-84.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The review of economics and statistics*, 41(2), 99-105.
- Holanda, A. P., & Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 52(4), 448-463.
- Janiszewski, V. J., Carrascoso, L. A., Júnior, L. A. F., Lagoia, U. C. T., & Oliveira, M. F. J. (2017). Relação da Teoria da Sinalização com o Desempenho das Empresas a partir dos seus Indicadores de Performance de Divulgação Voluntária. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 9(2). Doi. [dx.doi.org/10.5380/rcc.v9i2.52264](https://doi.org/10.5380/rcc.v9i2.52264).
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017). Relação entre política de dividendos e desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205-221. Doi. [dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221](https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221).
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? . *Revista Contabilidade & Finanças*, 14(spe), 39-53. Doi. doi.org/10.1590/S1519-70772003000400008
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. *Revista de Administração de Empresas*, 52(1), 24-39.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Oliveira, M. S., Martins, M. G., Ferreira, I. F., Juca, M. N., & Junior, E. H. (2019). Eficiência Informacional na Divulgação de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio no Brasil. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo-ReAT*, 13(1), 1787-1806.
- Omokhudu, O. O., & Ibadin, P. O. (2015). The value relevance of accounting information: Evidence from Nigeria. *Accounting and Finance Research*, 4(3), 20-30. Doi. [dx.doi.org/10.5430/afr.v4n3p20](https://doi.org/10.5430/afr.v4n3p20).
- Pereira Filho, E. (2018). Effects of analyst consensus recommendations about stock prices: a study in the brazilian market. *Revista evidenciacao contabil & finanzas*, 6(2), 4-13. Doi. [dx.doi.org/10.18405/recfin20180201](https://doi.org/10.18405/recfin20180201).
- Pino, F. A. (2014). A questão da não normalidade: Uma revisão. *Revista de economia agrícola*, 61(2), 17-33.
- Procianoy, J. L. (2006). A política de dividendos e o preço das ações. *Gestão de Investimentos e Fundos*. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 139-164.
- Rudink, G.C., Oliveira, F., Cota, G. H., Melo, V. A., & Silveira, H. P. (2013). Investimento Em Ações No Mercado Brasileiro-Um Comparativo Dos Retornos Auferidos Por Carteiras Criadas À Luz Da Análise Técnica E Fundamentalista. *Revista Linceu On-Line*, 3(4).
- Sallaberry, J. D., & Medeiros, O. R. (2015). Os efeitos da crise financeira de 2008 no valor das empresas e nos ativos intangíveis. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 12(27), 187-205.

- Sanvicente, A. Z. (2017). Teoria residual da política de dividendos: um experimento natural. Working Paper 446, São Paulo, v. 3, n. 1, p.1-24, mar. 2017
- Silva, A. O., & Dantas, J. A. (2015). Impacto da política de dividendos no valor de mercado das instituições financeiras no Brasil. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(4), 43-63. Doi. dx.doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v5n4p43-63.
- Silva, R. L., Nardi, P. C., & Tonami, R. (2016). A relevância do dividendo adicional proposto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 179-202. Doi. dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2016v13n29p179.
- Sousa, T. F.V.H., Penedo, A. S.T., & Pereira, V. S. (2018). Estudo bibliométrico sobre dividendos no Brasil. *Capital Científico*, 16(3).
- Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.
- Vélez-Pareja, I., & Benavides, J. (2011). Cost of Capital When Dividends are Deductible. *Brazilian Review of Finance*, 9(3), 309-334.
- Viana Junior, D. B. C., Marques, D. B., Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2017). A Influência da Política de Dividendos sobre o Valor de Mercado: Evidências em Empresas Brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(2), 175-195.
- Zanon, A. R. M., de Araújo, C. G., & Nunes, A. (2017). Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(3), 326-339.

DADOS DOS AUTORES

Alex Zimmer Machado

Bacharel em Ciências Contábeis pela UFSC
Endereço: CCN – CSE, Bloco F, Campus Trindade
CEP: 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil
E-mail: alexarroio@outlook.com
Telefone: (48) 99142-6289

Leonardo Flach

Pós doutor em Contabilidade e Finanças pelo MIT / EUA
Professor do Programa de Pós-graduação em Contabilidade da UFSC
Endereço: PPGC – CSE, Bloco F, Campus Trindade
CEP: 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil
E-mail: leonardo.flach@gmail.com
Telefone: (48) 99626-1512

Jonatas Dutra Sallaberry

Doutorando em Contabilidade pela UFSC
Endereço: PPGC – CSE, Bloco F, Campus Trindade
CEP: 88040-970 – Florianópolis, SC – Brasil
E-mail: jonatas.sallaberry@hotmail.com
Telefone: (41) 98496-6447
Email: amandabaa@gmail.com
Telefone: (84) 3215-3486

Contribuição dos Autores:

Contribuição	Alex Zimmer Machado	Leonardo Flach	Jonatas Dutra Sallaberry
1. Concepção do assunto e tema da pesquisa	x	x	
2. Definição do problema de pesquisa	x	x	
3. Desenvolvimento das hipóteses e constructos da pesquisa (trabalhos teórico-empíricos)	x	x	x
4. Desenvolvimento das proposições teóricas (trabalhos teóricos os ensaios teóricos)	x		x
5. Desenvolvimento da plataforma teórica	x	x	x
6. Delineamento dos procedimentos metodológicos	x	x	x
7. Processo de coleta de dados	x		
8. Análises estatísticas	x		x
9. Análises e interpretações dos dados coletados	x		x
10. Considerações finais ou conclusões da pesquisa	x	x	x
11. Revisão crítica do manuscrito	x	x	x
12. Redação do manuscrito	x		x