

O IMPACTO DA RETENÇÃO DE LUCROS NO VALOR DE EMPRESAS LISTADAS NO IBOVESPA ¹

THE RETAINED EARNINGS IMPACT IN THE IBOVESPA LISTED FIRMS VALUE

Luiz Carlos Marques dos Anjos²

Paulo Aguiar do Monte³

Resumo: Este estudo parte do pressuposto que a retenção do lucro pode ter relação com o valor de mercado das empresas e tem como objetivo investigar a relação entre estas variáveis. A amostra foi composta por ações PN de empresas que fazem parte do IBOVESPA – em junho de 2012 –, nos anos de 2009 a 2011. O período foi restringido pelo fato de algumas empresas só começarem a apresentar dados a partir de 2009. A análise foi feita através de dados em painel. Identificou-se que os lucros retidos estão diretamente relacionados com o valor da empresa, enquanto que os dividendos por ação não apresentaram relação estatisticamente significativa. Parte dos resultados é explicada na teoria da irrelevância dos dividendos, e outra parte contraria as teorias levantadas nesta pesquisa. A significância da retenção dos lucros pode atender a uma característica específica do mercado que algumas empresas se tornaram viáveis no Brasil pela forma que se financiavam.

Palavras-chave: Dividendo. Valor da Empresa. Lucro Retido.

Abstract: This study assumes that the retention of earnings may be related to the market value of companies and aims to investigate the relationship between these variables. The sample was comprised of preferred shares of companies that are part of IBOVESPA - in June 2012 - in the years of 2009-2011. The period was restricted by the fact that some companies only begin to present data from 2009. The analysis was performed using panel data. It was identified that retained earnings are directly related to the value of the company, while dividends per share showed no statistically significant relationship. Part of the results is explained in the theory of dividend irrelevance, and partly contradicts the theories raised in this research. The significance of retained earnings can meet a specific feature of the market that some companies become viable in Brazil by the way they were financed.

Key-words: Dividend. Firm Value. Retained Earnings.

¹Artigo apresentado no VI Seminário UFPE de Ciências Contábeis. Outubro de 2012.

²Doutorando no Programa Multi-institucional e Interregional de Pós Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN – lcanhos@feac.ufal.br

³Pós-Doutor em Economia e Professor do Programa Multi-institucional e Interregional de Pós Graduação em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN, pauloaguiardomonte@gmail.com

Editado por Luiz Carlos Miranda. Recebido em 09/04/2013. Avaliado em 20/04/2013. Reformulado em 22/05/2013. Recomendado para publicação em 25/06/2013. Publicado em 21/10/2013.

1 Introdução

Estudos sobre a distribuição de lucros têm surgido constantemente ao longo das últimas cinco décadas, no intuito de se entender a relação entre a política de dividendos e o valor das ações. Apesar da quantidade de pesquisas, com elevado rigor metodológico, ainda não se alcançou um consenso acerca desta relação. (DURAND, 1952; MILLER; MODIGLIANI, 1961; BLACK; SCHOLLES, 1974; BRIGHAM; GORDON, 1968)

As discussões acerca do pagamento de dividendos sempre foram foco de muita atenção pela percepção geral de que a não distribuição do lucro geraria reinvestimentos operacionais, que influenciariam o nível de atividades, conseqüentemente o valor da empresa. Por outro lado a hipótese da preferência pela liquidez (ou hipótese da preferência pelo pássaro na mão) mostra que para o investidor um fator relevante de sua tomada de decisão seria o recebimento de fluxo de caixa, que poderia ocorrer pelo recebimento de dividendos, ou pela venda das ações (LINTNER, 1962; GORDON, 1963).

A venda de ações só geraria fluxo de caixa para os investidores caso seu preço de venda fosse superior ao de compra no momento em a transação é realizada. Isto por si só já gera um conflito para a política de dividendos, pois deve-se decidir entre não distribuir lucros e reinvestir na operação (o que, espera-se, aumentaria o valor da empresa e geraria a possibilidade do investidor auferir lucro na venda dos títulos), ou pagar dividendos e gerar fluxo de caixa para os acionistas, no intuito de manter seus investimentos. No Brasil a legislação societária exige a distribuição de 25% do lucro auferido em determinado exercício, logo a discussão vai abranger o que fazer com os 75% restantes.

De acordo com Bueno (2002) um dos primeiros trabalhos a discutirem o fluxo de dividendos como critério para definição do portfólio foi o de Graham e Dodd no início da década de 30. Segundo o mesmo autor uma das técnicas para análise do investimento, desenvolvidas a partir de então, deu-se através da seleção do portfólio por meio das taxas de retorno em dividendos de uma ação.

Como falado anteriormente, além da distribuição de lucro o ganho de capital também se constitui como uma forma de fluxo de caixa para os investidores, entretanto a diferença na tributação sobre estas formas de rendimento fazem com que as organizações busquem otimizar sua política de dividendos de forma que as ações sejam valorizadas, conforme é explicado na teoria da preferência tributária. Percebe-se que a discussão acerca da distribuição de dividendos permeia a estrutura de capital da entidade.

Corroborando com esta lógica, Miller e Modigliani (1961) escreveram a teoria da irrelevância dos dividendos, afirmando que o valor de uma empresa é determinado pela sua capacidade em gerar benefícios futuros, e não pela forma como financia seus ativos. Entretanto ao final do seu trabalho os autores reconhecem que determinados grupos de acionistas demonstram preferência por diferentes políticas de dividendos, o que ficou conhecido como efeito clientela.

Como contraponto ao que foi defendido por Miller e Modigliani (1961), outros autores afirmam que o preço da ação é função da capacidade da empresa pagar dividendos (GORDON, 1963; MILLER; SCHOLLES, 1982). O ponto central desta discussão é que os investidores percebem que

os dividendos pagos hoje são menos arriscados que os futuros, logo a empresa que pagar maiores valores de dividendos hoje terá suas ações – quase sempre – negociadas por um preço maior.

A relevância desta pesquisa dá-se no momento em que tenta contribuir com esta discussão, partindo da observação de Assaf Neto e Lima (2011) que no Brasil muitas empresas se tornaram viáveis por conta de incentivos e subsídios constantes em seus financiamentos e não pelo bom uso de seus ativos. Por outro lado, estes autores também perceberam que algumas destas empresas acabaram descontinuando no futuro quando tais benefícios foram cessados, o que leva à uma conclusão de que a continuidade da organização parece aproximar-se mais à suas estruturas de capital do que nas decisões operacionais de investimento. Para o investidor importa que a entidade permaneça em continuidade e gerando fluxos de caixa para si, logo esta pesquisa traz a discussão da distribuição de dividendos como uma forma de entender – pelo menos em parte – como a retenção dos lucros se relaciona com o valor da empresa. Loss e Sarlo Neto (2003) afirmam que a política de dividendos não trata apenas de quanto pagar ao acionista, mas de quanto ficará retido e porque assim será. Miller e Modigliani (1961) também reconhecem a relevância da discussão do efeito que a política de dividendos tem no valor das ações, destacando a contribuição que estes estudos podem trazer para os investidores ao planejarem suas carteiras e para pesquisadores que tentam entender cada vez mais o funcionamento do mercado de capitais.

Diante do exposto elaborou-se a seguinte questão problema: **como poderia ser descrita a relação entre a retenção dos lucros e o valor da empresa?**

2 Fundamentação Teórica

Nesta seção serão abordadas as principais teorias, conceitos e estudos que abordam o tema.

2.1 Decisão de Dividendos

Autores como Ross, Westerfield, Jaffe (2002) e Assaf Neto (2007) conceituam dividendos como uma distribuição parcial ou total – na forma de dinheiro – do resultado de determinado exercício. É uma forma de remunerar o acionista pelo investimento realizado, ou mantido. Seu valor é definido a partir do desempenho operacional atingido no período, ou a partir de expectativas de fluxos de caixa futuros. No Brasil a Lei 6.404/76 determina que deve ser distribuído, pelo menos, 25% do lucro obtido no exercício, como forma de garantia para os investidores.

A relevância do planejamento da quantidade de lucro que será retida e o que será distribuído a título de dividendos é destacada por Scherer e Martins (2003) que afirmam que se dimensionado indevidamente, pode gerar descapitalização e até mesmo comprometer a continuidade da firma. Estes mesmos autores afirmam que a retenção do lucro torna-se importante quando necessária para manutenção do capital físico.

Iudícibus *et al* (2010) classificam os dividendos em três categorias: quanto à ordem, quanto à apropriação dos lucros, e quanto ao recebimento. Quanto à ordem se dividem em preferenciais e ordinárias. No Brasil a prioridade para recebimento dos dividendos é dos acionistas preferencialistas, enquanto que os demais tem o direito a voto nas assembleias de gestão

(FONTELES; *et al*, 2012). Quanto à apropriação dos lucros os dividendos se classificam como mínimos, fixos, ou obrigatórios. Quanto ao recebimento podem ser cumulativos, ou não cumulativos. Ao contrário destes, os primeiros permitem que o acionista receba dividendos do período atual em exercícios posteriores, caso o lucro auferido não seja suficiente para distribuição.

De acordo com Assaf Neto (2007) os acionistas recebem fluxos de caixas quando a empresa paga dividendos, ou quando vendem seus títulos no mercado por um valor superior ao adquirido. O autor continua sua reflexão afirmando que o lucro da empresa deve cobrir as despesas incorridas e o custo de oportunidade dos acionistas, logo o objetivo da criação de uma política de dividendos é o de maximizar o valor para o acionista. Desta forma, a política de dividendos estaria se aproximando da teoria residual de dividendos que afirma que só serão distribuídos dividendos se todas as oportunidades aceitáveis de investimento tiverem sido contempladas.

Fonteles *et al* (2012) afirmam que os dividendos possuem conteúdo informacional ao comentar que a política de dividendos pode servir ao investidor como um parâmetro de geração de lucros, ou como uma sinalização da empresa de que tem boas expectativas futuras de fluxo de caixa. Estas discussões estão inseridas em diversas pesquisas que apontam tanto para a relevância, como para a irrelevância dos dividendos, como será apresentado a seguir.

2.2 Teoria da Irrelevância dos Dividendos e Efeito Clientela

Um dos primeiros estudos em finanças que impulsionou a discussão acerca da política de dividendos foi o de Durand (1952) que afirmava que mudanças no risco financeiro impactavam apenas a forma de distribuição de resultados operacionais entre acionistas e credores. Logo, a estrutura de capital não teria relação com o valor da empresa. Com base nestes conceitos, Miller e Modigliani (1961) desenvolveram um estudo buscando compreender a relação entre a política de dividendos e o valor das ações de uma empresa. Os autores propõem que o valor da empresa é função das expectativas futuras de fluxo de caixa decorrentes de seus investimentos. Eles afirmam que isto independe da forma que a empresa financia suas atividades, logo os investidores também deveriam ser indiferentes à política de dividendos, pois estes não interferem no valor da empresa.

A teoria da irrelevância dos dividendos admite que o valor da empresa é função da obtenção dos lucros e não da forma como estes são distribuídos. Para chegar a esta conclusão Miller e Modigliani (1961) formularam um ambiente com base em quatro premissas:

1. O mercado é perfeito, logo nenhum agente tem força bastante para impactá-lo. Não há custos de transação ou de corretagem, não há diferenças entre os efeitos tributários que incorrem sobre dividendos ou ganhos de capital, e não há assimetria de informação;
2. Os investidores são racionais e são indiferentes se recebem dividendos, ou se o valor da ação aumenta;
3. O ambiente é de certeza perfeita o que implica que os investidores têm segurança acerca dos investimentos e resultados futuros das empresas, o que – segundo os autores – expurga a necessidade de diferenciação entre ações e títulos de dívida.

Os estudos de Black e Scholes (1974) e de Miller e Scholes (1982) inserem outras variáveis, mas chegam a conclusões semelhantes. Miller e Modigliani (1961) reconhecem a limitação de seu modelo necessitar de um mercado perfeito, entretanto ponderam que as imperfeições de mercado são inúmeras e de difícil previsibilidade, logo seria necessário uma nova discussão para cada imperfeição, o que tornaria a definição de um modelo geral inviável. Duas das imperfeições que os autores destacam são o efeito clientela e o conteúdo informacional dos dividendos.

Miller e Modigliani (1961), Alen, Bernardo e Welch (2000) e Assaf Neto e Lima (2011) conceituam o efeito clientela como a preferência de determinados investidores por diferentes políticas de dividendos. Essa preferência pode ser dada por fatores distintos, como a influência tributária. No mercado norte-americano seria mais fácil de identificar este efeito, pois as empresas não são obrigadas a distribuir dividendos e podem criar políticas para alcançar um determinado grupo de acionistas. Alen, Bernardo e Welch (2000) concluem que os investidores estão mais propensos a adquirir ações de empresas que distribuem dividendos, o que fere uma das premissas de Miller e Modigliani (1961). Assaf Neto e Lima (2011) afirmam que no Brasil existem exemplos de empresas que se viabilizaram através de subsídios e incentivos governamentais, e que quando estes deixaram de existir, ou quando seus concorrentes também tiveram acesso a eles, essas empresas não mantiveram sua continuidade, o que prova que o passivo – ou a forma de financiamento – é relevante para a continuidade da entidade.

2.3 A Relevância dos Dividendos / Teoria do Pássaro na Mão

O contraponto do que foi discutido anteriormente foi inicialmente pesquisado por Lintner (1962) e Gordon (1959; 1962; 1963). Gordon (1959; 1962) já havia afirmado que os dividendos são relevantes para o valor da empresa e em 1963 – em decorrência da publicação do estudo de Miller e Modigliani (1961) – o autor revisita seus estudos afim de criticá-los com base nas conclusões de Miller e Modigliani (1961). O autor afirma que não identificou nenhum erro no estudo daqueles autores, por se basearem na premissa que o futuro é certo, entretanto esta seria a principal restrição do modelo deles. Gordon (1963) apresenta através do método de fluxo de caixa contínuo que a política de dividendos tem impacto no valor da empresa em decorrência da variação do risco. O autor mostra que os investidores preferem receber hoje o dividendo – cujo valor é certo, do que aguardar um ganho de capital futuro cujo valor é incerto. Logo, o estudo de Gordon (1963) é baseado na aversão ao risco e aumento da incerteza para períodos mais distantes.

Lintner (1962) por sua vez, ao fazer um estudo abordando as duas linhas de pensamento, conclui que os valores de empresas não alavancadas só são independentes dos dividendos se, e apenas se, não houver incerteza, não existir custos de transação, nem diferenças tributárias. O autor afirma ainda que em modelos teóricos gerais abundam a ausência de linearidades, a existência de relações complexas e desigualdades que levam a preferências de mercado. Logo ele não consegue concluir se a linha de pensamento da irrelevância dos dividendos teria alguma representatividade empírica. Ross, Westerfield e Jafef (2002) creditam este impasse à uma relação não-linear entre os dividendos e o valor da empresa. Lintner (1962) demonstra algebricamente que os dividendos são relevantes para o valor das empresas e recomenda estudos empíricos.

3 Metodologia

A amostra da pesquisa constitui-se por empresas que compõem o índice IBOVESPA e cujos títulos componentes desta carteira são do tipo preferencial (PN). A escolha por estas empresas deu-se pelo fato que a carteira que compõe este índice representa os títulos de maior liquidez no mercado brasileiro, de acordo com o próprio sítio da BOVESPA as ações integrantes deste índice “respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro do mercado à vista na BM&FBOVESPA” (BM&FBOVESPA, 2012). Por outro lado as ações PN representam interesses em ganhos sem gerar compromissos com a administração, pois têm preferência na distribuição de resultados sem dar direito a voto. Este tipo de ações atende à teoria da preferência pelo pássaro na mão.

A amostra foi restringida, também, pelo tempo de existência de cada título. Isto se deve ao fato de que a técnica de análise utilizada foi a de dados em painel, que exige que todos os indivíduos apresentem dados para todos os períodos analisados. Desta forma a amostra abrange o período de 2009 – 2011. O Quadro 1 apresenta as empresas / títulos que compuseram a pesquisa.

Quadro 1 – Amostra da Pesquisa

EMPRESA	TÍTULO
Lojas Americanas	LAME4
Petrobrás	PETR4
Vivo	VIVT4
Pão de Açúcar	PCAR4
Bradespar	BRAP4
Itausa	ITSA4
Klabin	KLBN4
Gerdau	GGBR4
Gerdau Met	GOAU4
CMIG	CMIG4
Eletropaulo	ELPL4
Itaú-Unibanco	ITUB4
Ambev	AMBV4
CTEEP	TRPL4
Bradesco	BBDC4

De acordo com Brooks (2008) a análise de dados em painel permite incorporar informações através de tempo e espaço. Esta técnica de regressão por abranger uma maior quantidade de dados aumenta a quantidade de graus de liberdade o que aumenta a robustez do modelo. Entretanto tem como restrição a necessidade de cada indivíduo apresentar dados em todos os períodos analisados. A análise foi desenvolvida através do software Gretl.

Os dados para análise foram coletados no banco de dados da Economatica. As variáveis utilizadas seguem as discussões apresentadas na revisão da literatura. Desta forma desenvolveu-se o seguinte modelo teórico:

$$vmerc_{it} = \beta_0 - DivA_{it}\beta_1 + RLuc_{it}\beta_2 + \epsilon_{it}$$

Onde:

$vmerc_{it}$ = valor de mercado da empresa i no período t;

β_0 = coeficiente de interseção

$DivA_{it}$ = Quantidade de dividendos pagos dividido pelo total de ações da empresa i no período t;

$RLuc_{it}$ = Parcela do lucro que foi retida pela empresa i no período t;

ϵ_{it} = termo de erro estocástico da regressão.

4 Análise e Interpretação dos Dados

Inicialmente buscou-se desenvolver um diagnóstico para confirmar o modelo estatístico que seria mais apropriado. O diagnóstico foi realizado assumindo um painel equilibrado com 15 cortes transversais observados durante 3 períodos. Os resultados são apresentados a seguir:

Estimador de efeitos fixos permite diferenciar os interceptos por unidade de corte transversal (erros padrão das inclinações entre parênteses, p-valores em chaves):

const: 2,4112e+010 (1,6587e+010) [0,15717]

Div_A: -4,1803e+009 (3,4878e+009) [0,24075]

LRet: 6248,5 (2200,7) [0,00832]

15 médias de grupo foram subtraídas dos dados

Variância dos resíduos: 7,02735e+021/(45 - 17) = 2,50977e+020

Significância conjunta da diferenciação das médias de grupo: $F(14, 28) = 3,86156$ com p-valor 0,00114378 (Um p-valor baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Estatística de teste Breusch-Pagan: $LM = 9,8678$ com $p\text{-valor} = \text{prob}(\text{qui-quadrado}(1) > 9,8678) = 0,00168196$ (Um $p\text{-valor}$ baixo contraria a hipótese nula de que o modelo MQO agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios).

Variância dos estimadores:

between = $3,68769e+020$

within = $2,50977e+020$

theta used for quasi-demeaning = $0,523702$

A partir de então pôde ser confirmado que o modelo de dados em painel seria o mais apropriado. Buscou-se, em seguida, identificar o problema de multicolinearidade perfeita. O r^2 entre os regressores foi de $0,019098$ o que, de acordo com Gujarati e Porter (2011), seria um valor aceitável para utilizar o modelo. O teste Durbin-Watson apresentou $p\text{-valor} = 0,000210125$, evidenciando não haver autocorrelação entre os resíduos. O uso do teste de White permitiu verificar a não ocorrência de heteroscedasticidade, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1 – Teste de White para a heteroscedasticidade

	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor
const	-7,94078e+019	2,57861e+020	-0,3079	0,7598
Div_A	-1,03755e+020	2,22539e+020	-0,4662	0,6436
LRet	1,00889e+014	4,81777e+013	2,094	0,0428 **
sq_Div_A	8,71977e+017	3,01372e+019	0,02893	0,9771
X2_X3	3,10611e+013	1,62715e+013	1,909	0,0637 *
sq_LRet	-1,62808e+06	1,04728e+06	-1,555	0,1281
R-quadrado não-ajustado = 0,357960				
Estatística de teste: $TR^2 = 16,108189$				
p-valor = $P(\text{Qui-quadrado}(5) > 16,108189) = 0,006542$				

Conforme pode ser visto na Tabela 2, o teste de Hausman indica que há diferença entre os estimadores dos modelos de efeito fixo e de efeito aleatório, restando utilizar o modelo de efeitos aleatórios.

Tabela 2 – Modelo 1: Efeitos-aleatórios (GLS), Variável dependente: Vmerc

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
Const	1,04208e+010	6,71513e+09	1,5518	0,12821	
Div_A	-2,48823e+09	2,00056e+09	-1,2438	0,22048	
LRet	7792,26	443,529	17,5688	<0,00001	***
Média var. dependente	6,33e+10	D.P. var. dependente		9,02e+10	
Soma resíd. quadrados	2,07e+22	E.P. da regressão		2,19e+10	
Log da verossimilhança	-1134,362	Critério de Akaike		2274,724	
Critério de Schwarz	2280,144	Critério Hannan-Quinn		2276,744	
Teste de Hausman - Hipótese nula: As estimativas GLS são consistentes Estatística de teste assintótica: Qui-quadrado(2) = 1,09193 com p-valor = 0,579283					

Logo, o modelo poderia ser assim descrito (com erros padrão entre parênteses):

$$\begin{aligned}
 \text{vmerc} = & 1,04\text{e}+010 - 2,49\text{e}+09*\text{Div_A} + 7,79\text{e}+03*\text{LRet} \\
 & (6,72\text{e}+09) \quad (2,00\text{e}+09) \quad (444)
 \end{aligned}$$

Inicialmente pode-se perceber que a variável 'Dividendos por Ação' (DivA) apresentou sinal oposto ao esperado. Esta variável seria uma *proxy* da política de dividendos das companhias, pois representa o quanto cada uma têm distribuído dos seus lucros, na forma de dividendos. O fato de apresentar sinal negativo indica que se relaciona inversamente com o valor da empresa, logo contraria a teoria do pássaro na mão conforme foi apresentada por Gordon (1959; 1962) e Lintner (1962). Por outro lado a teoria da irrelevância dos dividendos de Miller e Modigliani (1961) também não responderia esta questão. Como esta variável não foi estatisticamente significativa, a teoria da irrelevância dos dividendos atende ao resultado obtido nesta pesquisa, no que tange a esta variável. Se DivA fosse significativa no modelo, implicaria que o valor dos dividendos distribuídos diminuiria o valor da empresa.

Os 'Lucros Retidos' (LRet) foram significantes à 1% e o sinal positivo indica que o fato da empresa reter seus resultados implica no aumento de seu valor de mercado. Miller e Modigliani (1961) afirmam que o valor da empresa não seria função de como a empresa se financia, mas de como aplica os recursos obtidos, o que parece não atender a este achado. Já Assaf Neto e Lima (2011) mostram que, no Brasil, a forma de financiamento se relaciona com a continuidade da empresa. O estudo destes autores mostra uma relação com dívida, ao invés de capital próprio. Por outro lado o fato de não distribuir lucros, indica que a empresa se mantém, ou busca estar, capitalizada o que pode ser bem visto pelos investidores e contribuir para este resultado. Outra explicação para os achados desta investigação pode ser identificada através do conteúdo informacional dos dividendos como exposto por Miller e Modigliani (1961).

5 CONCLUSÕES

Este trabalho teve como objetivo investigar a relação entre a retenção dos lucros e o valor da empresa. Considerando como base as teorias descritas por autores estudiosos da política de dividendos. A técnica estatística utilizada para análise é denominada dados em painel, a qual demonstrou que o valor de mercado da empresa (v_{merc}) está diretamente relacionado com a retenção dos lucros (RLuc). Por outro lado verificou-se que os dividendos por ação (DivA) não apresentaram relação estatisticamente significativa com a variável dependente, o que atende à teoria da irrelevância dos dividendos exposta por Miller e Modigliani (1961).

O fato de RLuc ter sido significativo é uma oposição às duas principais teorias que nortearam este trabalho: irrelevância dos dividendos e teoria do pássaro na mão. Enquanto a primeira afirma que esta variável deveria ser irrelevante, a segunda afirma que deveria estar inversamente relacionada com a variável dependente. Partindo dos resultados obtidos neste estudo, a distribuição de dividendos seria ruim para o valor da empresa, pois reduziria a quantidade de lucros retidos. O estudo de Assaf Neto e Lima (2011) parecem já mostrar indícios disto, mesmo não sendo este o foco da discussão dos autores.

Por outro lado este resultado traz à reflexão de que o valor da empresa estaria aumentando através de uma fonte de financiamento mais cara, que seria o capital próprio. Logo surge outro questionamento – já na forma de sugestão para pesquisas futuras – se a busca por uma estrutura ótima de capital aumenta o valor da empresa. A alavancagem teria algum impacto para esta variável? Empresas alavancadas poderiam ter seus valores maximizados?

Os resultados desta pesquisa limitam-se à sua amostra. Desta forma o primeiro passo seria ampliar a amostra tanto na quantidade de cortes transversais, como de séries temporais. Outra limitação da pesquisa foi utilizar apenas ações do tipo PN.

Referências

- ALEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH, I. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**. v. VL, n. 6, p. 2499-2536, 2000.
- ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- BIRGHAM, E. F.; GORDON, M. J. Leverage, policy dividend, and the cost of capital. **The Journal of Finance**. v. 23, n.1, p. 85-103, 1968.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**. v. 1, n. 1, p. 1-22, 1974.
- BM&FBOVESPA. **Índice Bovespa – IBOVESPA**. 2012. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=Ibovespa&Idioma=pt-br> Acesso em: 01/07/2012.
- BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Dispõe sobre as sociedades por ações**. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm Acesso em: 24/06/2012.
- BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2 ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- BUENO, A. F. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 28, p. 39-55, 2002.
- CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; DA SILVA, R. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson, 2007.
- DURAND, D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurements. In: **Conference on research in business finance**. National Bureau of Economic Research, 1952.
- FONTELES, I. V.; *et al.* Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. In: VI Congresso ANPCONT. 2012, Florianópolis. **Anais...** Florianópolis: FURB, 2012.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**. v. 41, n. 2, parte 1, p. 99-105, 1959.
- _____. The savings investment and valuation of a corporation. **The Review of Economics and Statistics**. v. 44, n. 1, parte 1, p. 37-51, 1962.
- _____. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**. v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.
- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2011.
- IUDÍCIBUS, S. *et al.* **Manual de Contabilidade societária**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

LINTNER, J. Dividends earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economic and Statistics**. v. 44, n. 3, p. 243-269, 1962.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**. Ed. Comemorativa. p. 39-53, 2003.

MATIAS-PEREIRA, J. **Manual de metodologia da pesquisa científica**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

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

MILLER, M. H.; SCHOLLES, M. Dividends and taxes: some empirical evidences. **Journal of Political Economy**. v. 90, n. 6, p. 1118-1141, 1982.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2002.

SCHERER, L. M.; MARTINS, E. Manutenção de capital e distribuição de dividendos. **Revista FAE**. v. 6, n. 2, p. 65-83, 2003.

Luiz Carlos Marques dos Anjos é Professor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade Federal de Alagoas, mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, e doutorando em Ciências Contábeis no Programa Multi-institucional e Interregional UNB / UFPB / UFRN.
lcanjos@feac.ufal.br
Av. Dr. Antônio Gouveia, 729, Edf. Seis Irmãos, apt. 402, Pajuçara, 57017-130, Maceió – AL.

Paulo Aguiar do Monte é Pós-Doutor em Economia pela Universidade de Cambridge / UK, Doutor em Economia pelo PIMES / UFPE e Professor do Programa Multi-institucional e Interregional em Ciências Contábeis UNB / UFPB / UFRN, pauloaguiardomonte@gmail.com
Campus Universitário I, Jardim Cidade Universitária, 58059-900, João Pessoa – PB.