

# **DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E O RETORNO DA AÇÃO DE EMPRESAS DA BOVESPA: EXISTE ALGUMA RELAÇÃO?**

## **DIVIDENDS DISTRIBUTION AND STOCK RETURN OF BOVESPA COMPANIES: IS THERE ANY RELATION?**

**Eduardo de Paula e Silva Chaves<sup>1</sup>**  
**Cassio Luiz Velani<sup>2</sup>**

### **Resumo:**

O investidor em ações pode ser remunerado por meio da valorização da ação (retorno da ação) e/ou dividendos (distribuição de dividendos). A empresa pode devolver o dinheiro do sócio por meio de recompra de ações ou distribuição de dividendos. Essa última pode ser interpretada pelo mercado de forma positiva (correlação positiva entre retorno da ação e dividendo), negativa (correlação negativa) ou com neutralidade (ausência de correlação). Nesse sentido, surge uma pergunta de pesquisa: há relação entre distribuição de dividendos e retorno da ação das empresas da BOVESPA? Este trabalho objetiva analisar a relação entre a distribuição de dividendos e retorno da ação das empresas da BOVESPA. Trata-se de uma pesquisa analítica, quantitativa, indutiva e básica. Os resultados indicam que, entre as empresas analisadas, as ações que tem maior retorno são aquelas com maior distribuição de dividendos (correlação positiva entre retorno da ação e distribuição de dividendos). Contudo, apesar das limitações, este artigo atinge seu objetivo ao responder a pergunta de pesquisa e contribui para testar a teoria das finanças no mercado acionário brasileiro.

**Palavras chave:** retorno da ação, distribuição de dividendos, e correlações.

### **Abstract**

Investors in shares can be paid through the valuation of the stock (return of the stock) and / or dividends (dividends). The company can pay back the money partner through share

---

<sup>1</sup> GRADUAÇÃO em Administração pela Universidade de São Paulo (FEARP/USP); MESTRADO em Administração de Organizações pela Universidade de São Paulo (FEARP/USP); DOUTORADO em Administração de Organizações pela Universidade de São Paulo (FEARP/USP); PÓS DOUTORADO em Administração de Empresas pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EAESP/FGV). Graduando em Ciências Contábeis (2019/2020). É PROFESSOR RDE EBTT no Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo, Campus Jacaré, e é PROFESSOR EXTERNO no Mestrado da Universidade Estadual Paulista Júlio de Mesquita Filho - UNESP.

<sup>2</sup> Docente dedicação exclusiva no IFSP câmpus Barretos, é autor de dois livros: Introdução à Contabilidade: Uma Visão Integrada e Conectada (Editora Gen-Atlas em 2014); Contabilidade e Responsabilidade Social (Editora Gen-Atlas em 2011). Mestre em Contabilidade pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP). Bacharel em Ciências Contábeis pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FEARP-USP). Pesquisador nas áreas relacionadas com a Sustentabilidade Empresarial, com ênfase na Contabilidade da Gestão Ambiental e Ecoeficiência Empresarial. Autor de artigos científicos publicados em congressos e revistas pontuadas pelo padrão Qualis da CAPES.

repurchases or dividends. The latter can be interpreted positively by the market (positive correlation between dividend and return on the stock), negative (negative correlation) or neutral (no correlation). In this sense, the question arises of research: there is relationship between dividends and return on the stock of companies in the Bovespa? This paper aims to analyze the relationship between the distribution of dividends and return on the stock of companies on the BOVESPA. This is an analytical research, quantitative and inductive base. The results indicate that among the companies examined, the actions that have higher returns are those with higher dividend payments (positive correlation between return on the stock and dividends). However, despite these limitations, this paper achieves its aim to answer the research question and helps to test the theory of finance in the Brazilian stock market.

**Key-words:** stock return, dividend distribution, and correlations.

## 1. Introdução

As empresas captam recursos de terceiros, como empréstimos e financiamentos bancários ou capital próprio, como emissão de ações. A captação via ações torna o detentor desses títulos proprietário de uma sociedade anônima. Chamado de acionista participa dos resultados e dos riscos da empresa. Para esse risco assumido, o acionista tem uma expectativa de retorno financeiro. A rentabilidade das ações pode ser obtida via distribuição de dividendos ou valorização do valor da ação no tempo.

No Brasil, os dividendos são considerados rendimentos não-tributáveis. Por outro lado, o ganho de capital é tributável em 15%. A partir da Lei nº 9249 de 1995, uma outra forma de remuneração dos acionistas são os juros sobre capital próprio. Juro sobre o capital próprio é uma forma de remuneração ao acionista, calculado sobre o Patrimônio Líquido e limitado à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Esta forma de pagamento é classificada no demonstrativo de resultados como despesa, reduz o lucro tributável e gera um benefício fiscal à companhia. Os dividendos são distribuídos com base no lucro do ano corrente e os juros sobre capital próprio são pagos com

base no lucro retido pela empresa nos anos anteriores. Eventuais mudanças na política de dividendos podem ser interpretadas de forma positiva ou negativa pelo mercado.

## **1.1 Problema de pesquisa e objetivo**

### **1.1.1 O problema**

As Sociedades Anônimas de Capital Aberto no Brasil são empresas que possuem ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. Esse mercado acionário permite às pessoas físicas e jurídicas efetuarem investimentos em ações e tornem-se acionistas de empresas. O acionista pode ganhar com suas ações de duas maneiras: recebimento de dividendos e valorização das ações.

Valorizar significa o preço da ação subir num determinado período de tempo e distribuição de dividendos corresponde ao montante pago ao acionista como forma de remuneração por deixar seu dinheiro na empresa. As expectativas dos investidores influenciam ao valor da ação. A política de dividendo influencia a distribuição de dividendos que pode ter relação ou não com o preço da ação.

Alguns autores como Miller e Modigliani (1961) defendem que a política de dividendos é irrelevante e por isso não há relação. Já outros, como Assaf Neto, Lima e Ambrozini (2007) evidenciam estudos empíricos com resultados díspares sobre a relação entre distribuição de dividendos e retorno da ação. Diante desse debate, surge o seguinte questionamento:

Há relação entre distribuição de dividendos e retorno da ação das empresas da BOVESPA?

### **1.1.2 O objetivo**

Este artigo objetiva: analisar a relação entre a distribuição de dividendos e retorno da ação das empresas da BOVESPA. Se houver correlação positiva, significa que as empresas com maiores retorno são aquelas que pagam maiores dividendos e a distribuição é interpretada de forma positiva. Se apontar correlação negativa, significa que os investidores interpretam a distribuição de dividendos de forma negativa, pois esperam que a empresa utilize os dividendos para investimentos nos ativos da própria empresa com rendimento superior às alternativas do mercado. No caso de ausência de correlação, os resultados convergem para trabalho de Miller e Modigliani (1961).

## **2. Referencial teórico**

Este artigo explora os seguintes conceitos: mercado de capitais, investimento em ações e política de dividendos. Depois, são descritos estudos relacionados com o tema.

### **2.1 O Mercado de Capitais**

As empresas, à medida que se expandem aumentam a necessidade por recursos. A fonte de capital pode ser: empréstimos de terceiros, re-investimentos de lucros e participação de acionistas. As duas primeiras fontes de recursos são limitadas e geralmente são utilizadas para manter a atividade operacional da empresa. A terceira fonte corresponde ao capital dos sócios, cujas ações são transacionadas no mercado de capitais.

Mercado de Capitais pode ser definido como um sistema de distribuição de valores mobiliários com o objetivo de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. No Brasil o mercado de capitais é constituído pelas sociedades corretoras, outras instituições autorizadas como alguns bancos e as bolsas de

valores.

Uma Bolsa de Valores é uma organização financeira onde se negociam fundamentalmente títulos de renda variável (ações), dependendo das condições econômicas do mercado financeiro. A sua origem histórica vem da Companhia Holandesa das Índias Orientais, a qual instituiu as primeiras ações a serem colocadas em uma bolsa de valores, em Amsterdã (Países Baixos), em 1602.

As bolsas de valores são associações civis, sem fins lucrativos e com funções de interesse público. Atuam como delegadas do poder público, têm ampla autonomia em sua esfera de responsabilidade. As bolsas de valores podem viabilizar um importante objetivo do capitalismo moderno: o estímulo à poupança do grande público e investimento em empresas em expansão. A tabela a seguir lista quatro exemplos de bolsa de valores:

Quadro 1 – Exemplos de Bolsa de Valores.

<b>Bolsa de Valor</b>	<b>Principal Índice</b>	<b>Cidade- País</b>
<i>New York Stock Exchange</i>	<i>NYSE</i>	<i>New York – USA</i>
<i>New York Stock Exchange</i>	<i>Dow Jones</i>	<i>New York – USA</i>
<i>London Stock Exchange</i>	<i>FTSE</i>	<i>London – UK</i>
<i>Tokyo Stock Exchange</i>	<i>NIKKEI</i>	<i>Tokyo – JAP</i>
<i>Frankfurt Stock Exchange</i>	<i>XETRA DAX</i>	<i>Frankfurt am Main – GER</i>
<i>NASDAQ</i>	<i>NASDAQ index</i>	<i>New York – USA</i>
<i>Shangai Stock Exchange</i>	<i>SSE 180</i>	<i>Shangai – CHN</i>
<b>BOVESPA</b>	<b>Ibovespa</b>	<b>São Paulo – BR</b>

FONTE: Elaborado pelos autores.

A Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) é a principal bolsa de valores brasileira e negocia valores mobiliários a vista, a termo e opções. Há também a BM&F – Bolsa de Mercadorias e Futuros que engloba mercados futuros, mercado a termo, opções sobre disponível, opções sobre futuro, disponível (a vista ou spot), operações estruturadas,

além de outros derivativos de balcão.

O IBrX-100 é um índice que mede o retorno total de uma carteira teórica composta por 100 ações mais líquidas da BOVESPA. Ele foi desenhado para ser um referencial para os investidores e administradores de carteira, e também para possibilitar o lançamento de derivativos (futuros, opções sobre futuro e opções sobre índice). Dentre todas as ações da BOVESPA, este artigo escolhe as 100 ações mais líquidas entre 31/12/2000 à 31/12/2007. Calcula-se o retorno da ação e a distribuição de dividendos dessas empresas nesse período.

O retorno da ação é obtido da seguinte maneira: dividi-se o valor da ação no fechamento de  $t_1$  por  $t_0$ , menos 1 multiplicado por 100. Obtém-se assim, o retorno da ação em porcentagem (retorno da ação =  $[(\text{valor da ação no fechamento em } t_1 / \text{valor da ação no fechamento } t_0) - 1] \times 100$ ). Essa representa uma das variáveis deste estudo. A outra tem relação com a forma que a empresa devolve o dinheiro do sócio.

Faulkender e Wang (2006) explicam que a empresa pode escolher entre duas formas para devolver o dinheiro ao sócio: dividendos ou recompra de ações. Há também os desdobramentos e bonificações, mas não representam devolução de dinheiro ao sócio (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2002). O valor do dividendo distribuído pode ser dividendo dividido pelo lucro líquido. Essa divisão origina o indicador *payout*. Há também o indicador *dividend yield*, resultado da divisão do dividendo pelo preço da ação (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007).

Este artigo utiliza como variáveis o retorno da ação e o *dividend yield*. Existe o conceito sobre a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos. Esse conceito reflete que a distribuição de dividendos pode ser interpretada de forma positiva ou negativa. No caso de interpretação positiva, espera-se que o retorno da ação tenha correlação positiva com a distribuição de dividendos. Já se o dividendo for interpretado de forma negativa, a correlação

passa ser negativa. No caso de ausência de correlação, a política de dividendo é irrelevante. Expostos esses conceitos, seguem os artigos inspiradores.

## 2.2 Estudos semelhantes

Um dos graves problemas em pesquisa científica se refere à ausência de histórico de trabalhos sobre o tema em análise. O quadro a seguir, expõe cinco artigos internacionais que analisam de maneiras diferentes a relação entre o retorno da ação e dividendo:

Quadro 2 - Estudos semelhantes

Referência	Problema investigado	Resultados
(MILLER; MODIGLIANI, 1961)	Relação entre retorno da ação e dividendo	Não há relação entre retorno da ação e dividendo
(FAMA ET. AL., 1969) (GRINBLATT ET. AL., 1984)	Relação entre retorno da ação e dividendo	Presença de correlação positiva
(OHLSON, 1995)	Lucro, valor contábil do PL e dividendos explicam valor de mercado	A política de dividendos é irrelevante
(MACMANUS; AP GWILYN; THOMAS, 2004)	Relação entre retorno da ação e dividendo	Dividendo explica retorno da ação
(ROBERTSON; WRIGHT, 2006)	Relação entre retorno da ação e dividendo	Fluxo de caixa ao acionista é mais forte para explicar o retorno da ação do que o dividendo

FONTE: elaborado pelos autores.

Esse quadro contém artigos coletados de fontes que os autores deste estudo têm acesso. Existem outros trabalhos relevantes sobre o tema em análise. Portanto, esse quadro não visa limitar os artigos principais, mas ser um inventário para os autores desta pesquisa. Diferentes estudos empíricos verificam, por meio de regressão e correlação, a relação das variáveis *payout*, *dividend yield* e fluxo de caixa ao acionista com o retorno da ação.

Segundo Miller e Modigliani (1961) a distribuição de dividendos não tem relação com o retorno da ação. A política de dividendos não afeta o mercado. Verifica, por meio de estudos empíricos, que o fluxo de caixa ao acionista que tem maior relação com o retorno da ação que a distribuição de dividendo. O investidor deseja entrada de dinheiro. Haja vista, os

resultados de Fama et. al. (1969) e Gringlatt et. al. (1984) apontam correlação positiva entre dividendos e retorno da ação. Outros aplicam regressão para analisar essa relação.

Ohlson (1995) utiliza a variável dividendo junto com a lucro e valor contábil do patrimônio líquido (PL) para explicar o valor de mercado da empresa por meio de uma regressão. Os resultados indicam que a política de dividendos é irrelevante para explicar o valor de mercado de uma empresa. O retorno da ação não pode ser explicado pela política de dividendos da empresa. Esses estudos são no mercado dos EUA.

Já Macamanus, Ap Gwilyn e Thomas (2004) analisam a relação entre retorno da ação e dividendo no mercado do Reino Unido e encontram mais relação entre a variável *payout* com o retorno da ação do que o *dividend yield*. Percebe-se entre os artigos, há o uso do fluxo de caixa ao acionista e do *payout* como variáveis para complementar a análise. De volta ao mercado dos EUA, segundo os resultados de Robertson e Wright (2006), o fluxo de caixa ao acionista tem correlação com o retorno da ação. Detalhe, esse estudo analisa essa relação durante 1901 a 2002.

Há o trabalho de Loss e Sarlo Neto (2003) sobre o mercado brasileiro que evidenciam que a política de dividendo é irrelevante. Há algumas análises da relação do retorno da ação com o *dividend yield* e *payout* entre as empresas da BOVESPA em Assaf Neto, Lima e Ambrozini (2007). Estudos sobre o mercado acionário brasileiro podem ser efetuados somente a partir de 1967, data do nascimento da BOVESPA. Este estudo analisa as variáveis de 31/12/2000 à 21/12/2007. Este estudo analisa a relação somente do retorno da ação com o *dividend yield*.

### **3. A pesquisa empírica**

Esta parte está dividida em: metodologia e análise dos resultados.

### **3.1 Metodologia**

Por se tratar de um estudo empírico que analisa a relação entre duas variáveis, este artigo pode ser considerado uma pesquisa quantitativa analítica, indutiva e básica (COLLIS; HUSSEY, 2005). Coletam-se os dados do banco de dados Economatica<sup>®</sup>. As variáveis são: retorno da ação e dividendo distribuído. O período analisado inicia em 31/12/2000 ( $t_0$ ) e termina em 31/12/2007 ( $t_1$ ). Essa forma de análise representa o caminho percorrido pelos pesquisadores para responder a pergunta de pesquisa.

### **3.2 Análise dos Resultados**

Para analisar as duas variáveis são necessárias duas colunas de observações de cada variável. Ademais, empresas precisam ser escolhidas. Este artigo aborda as 100 ações mais líquidas da BOVESPA entre 31-12-2000 à 31-12-2007, segundo a Economatica<sup>®</sup>. Também são coletados desse banco de dados, os dividendos distribuídos trimestralmente e o retorno da ação durante o período em análise. Dos 100 papéis mais líquidos, 26 não tinham informação suficiente e não entram na análise. A amostra compreende 74 ações da BOVESPA.

Os quadros seguintes expõem as ações analisadas:

Quadro 1 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
1	Petrobras	Petróleo e Gas	PN	PETR4	0,29	0,16
2	Vale	Mineração	PNA	VALE5	0,10	0,08
3	Telemar	Telecomunicações	PN	TNLP4	987,10	284,15
4	Bradesco	Finanças e Seguros	PN	BBDC4	3.827,57	437,84
5	Usiminas	Siderur & Metalur	PNA	USIM5	13,58	1,59
6	Itaubanco	Finanças e Seguros	PN	ITAU4	497,11	22,08
7	CSN	Siderur & Metalur	ON	CSNA3	2.073,88	201,58
8	Gerdau	Siderur & Metalur	PN	GGBR4	2.687,55	320,88
9	Petrobras	Petróleo e Gas	ON	PETR3	0,43	0,15
10	Vale	Mineração	ON	VALE3	0,33	0,09
11	Cemig	Energia Elétrica	PN	CMIG4	1.381,98	355,11

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 2 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
12	Vivo	Telecomunicações	PN	VIVO4	431,12	33,15
13	Eletrobras	Energia Elétrica	PNB	ELET6	712,69	267,42
14	Net	Outros	PN	NETC4	13,11	0,00
15	Itausa	Outros	PN	ITSA4	5,55	0,74
16	Embratel Part	Telecomunicações	PN	EBTP4	(0,76)	0,06
17	Unibanco	Finanças e Seguros	UnN1	UBBR11	215,91	14,57
18	Ambev	Alimentos e Beb	PN	AMBV4	286,23	34,86
19	Brasil Telecom	Telecomunicações	PN	BRTO4	1.041,80	343,67
20	Brasil	Finanças e Seguros	ON	BBAS3	5.173,20	658,55
21	Braskem	Química	PNA	BRKM5	27,78	4,51
22	Bradespar	Outros	PN	BRAP4	88.727,81	2.050,19

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 3 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
23	Copel	Energia Elétrica	PNB	CPLE6	1.853,43	211,88
24	Eletrobras	Energia Elétrica	ON	ELET3	745,19	78,69
25	Brasil T Par	Telecomunicações	PN	BRTP4	1.226,68	329,88
26	Telemar	Telecomunicações	ON	TNLP3	1.904,94	372,95
27	Tim Part	Telecomunicações	PN	TCSL4	1.451,43	143,81
28	Aracruz	Papel e Celulose	PNB	ARCZ6	3,73	0,94
29	Sadia	Alimentos e Beb	PN	SDIA4	7,78	1,18
30	V C P	Papel e Celulose	PN	VCPA4	953,55	171,40
31	Gerdau Met	Siderur & Metalur	PN	GOAU4	1.796,10	291,54
32	Sabesp	Outros	ON	SBSP3	263,08	57,29
33	Embraer	Veiculos e peças	ON	EMBR3	0,64	0,31

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 4 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
34	Pão de Açúcar	Comércio	PN	PCAR4	391,71	34,86
35	Lojas Americ	Comércio	PN	LAME4	5.125,76	243,20
36	Telemig Part	Telecomunicações	PN	TMCP4	9.078,53	1.478,21
37	Souza Cruz	Outros	ON	CRUZ3	4,53	1,96
38	Am Inox Br	Siderur & Metalur	PN	ACES4	79.008,90	9.576,61
39	Klabin	Papel e Celulose	PN	KLBN4	3,79	0,69
40	Celesc	Energia Elétrica	PNB	CLSC6	67,28	11,46
41	Brasil T Par	Telecomunicações	ON	BRTP3	2.808,77	424,68
42	Tim Part	Telecomunicações	ON	TCSL3	2.773,44	185,62
43	Telesp	Telecomunicações	PN	TLPP4	2.164,94	1.470,98
44	Duratex	Outros	PN	DURA4	993,55	50,51
45	Tran Paulist	Energia Elétrica	PN	TRPL4	6.037,29	1.656,03

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 5 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
46	Light	Energia Elétrica	ON	LIGT3	(0,86)	11,37
47	Ipiranga Pet	Petróleo e Gas	PN	PTIP4	1.825,60	266,82
48	Tractebel	Energia Elétrica	ON	TBLE3	7.669,07	2.131,01
49	Suzano Papel	Papel e Celulose	PNA	SUZB5	3,84	0,52
50	Comgas	Petróleo e Gas	PNA	CGAS5	2,84	82,09
51	Eletropaulo	Energia Elétrica	PNA	ELPL5	0,22	0,36
52	TAM	Transporte Serviç	PN	TAMM4	1.355,76	30,16
53	Embratel Part	Telecomunicações	ON	EBTP3	(0,69)	0,03
54	Cesp	Energia Elétrica	PNA	CESP5	1.535,31	0,00
55	Confab	Siderur & Metalur	PN	CNFB4	4,63	0,68
56	Unipar	Química	PNB	UNIP6	0,79	0,31
57	Weg	Máquinas Indust	ON	WEGE4+WEGE3	16,12	1,16

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 6 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
58	Rossi Resid	Construção	ON	RSID3	89,35	1,08
59	Ultrapar	Química	PN	UGPA4	3.839,54	647,08
60	Bradesco	Finanças e Seguros	ON	BBDC3	4.494,73	574,61
61	Ambev	Alimentos e Beb	ON	AMBV3	277,72	29,11
62	Savirg	Transporte Serviç	PN	VAGV4	(0,54)	0,00
63	Usiminas	Siderur & Metalur	ON	USIM3	24,18	2,24
64	Perdigao	Alimentos e Beb	ON	PRGA3	1,67	0,18
65	Randon Part	Veiculos e peças	PN	RAPT4	37.165,67	2.251,64
66	Fosfertil	Química	PN	FFTL4	12.844,85	1.964,96
67	Cemig	Energia Elétrica	ON	CMIG3	1.681,28	426,49

FONTE: elaborado pelos autores

Quadro 7 – Ações da amostra

Ordem decrescente de liquidez durante 31.12.2000 a	Empresa	Setor	Classe	Código na BOVESPA	RetA	PerD
68	Marcopolo	Veiculos e peças	PN	POMO4	2,82	0,58
69	Paranapanema	Siderur & Metalur	PN	PMAM4	8.627,21	0,00
70	Coteminas	Textil	PN	CTNM4	92,33	16,51
71	Eternit	Minerais não Met	ON	ETER3	23,31	11,22
72	Gerdau	Siderur & Metalur	ON	GGBR3	3.056,69	437,20
73	Copel	Energia Elétrica	ON	CPLE3	2.269,98	233,99
74	Ioehp-Maxion	Veiculos e peças	PN	MYPK4	901,05	48,08

FONTE: elaborado pelos autores

Nos quadros retro, há informação sobre a ordem de liquidez (do mais líquido para o menos líquido), nome da empresa, setor da economia, se pertence a classe preferencial (PN) ou ordinária (ON), código na BOVESPA e os valores das variáveis RetA (valor da divisão do valor da ação em 31-12-2007 pelo valor da ação em 31-12-2000 menos um e multiplicado por 100) e PerD (resultado da divisão da soma de todos os dividendos por ação distribuídos durante o período analisado pelo valor da ação em 31/12/2000).

Esses valores formam duas colunas. Sobre esses valores, testes estatísticos são aplicados para verificar a correlação entre essas duas variáveis. Para verificar correlação entre variáveis, aplica-se o teste de correlação de Pearson. Porém, antes disso, o teste t é necessário para verificar se as variáveis provêm de uma mesma população. (WEBSTER, 2006) (STEVENSON, 1981) (TRIOLA, 2005) Antes, porém, executa o teste f para verificar a igualdade das variâncias das amostras. As hipóteses do teste f são:

$H_0$  = A diferença entre as variâncias observadas se devem a razões aleatórias na amostra, ou seja, as amostras possuem variâncias semelhantes;

$H_1$  = A diferença existe demasiadamente grande, sendo as variâncias diferentes de fato; ou seja, as amostras possuem variâncias diferentes.

Se o valor absoluto  $f$  for maior e o  $f$  crítico ( $f$  tabelado) rejeita-se  $H_0$ . Isso indica que a diferença é significativa. Os resultados indicam que não se pode rejeitar  $H_0$ . Portanto, o teste  $t$  pode ser utilizado. São elaboradas as hipóteses subseqüentes para o teste  $t$ :

$H_0$  = se as amostras têm uma mesma população como origem, a diferença entre as médias observadas deve-se a razões aleatórias na amostra;

$H_1$  = se as amostras têm origem em populações diferentes, a diferença entre as médias observadas é demasiadamente grande, uma vez que as médias são diferentes de fato.

Quando o valor absoluto  $t$  calculado é maior quando positivo e menor quando negativo que o  $t$  crítico (valor tabelado), rejeita-se  $H_0$ . Essa situação revela que a diferença é significativa. Caso contrário, a diferença não é significativa e indica que as variáveis provêm de uma mesma população. Os resultados do teste  $t$  apontam que não se pode rejeitar a hipótese de que as médias são iguais. Isso significa que RetA e PerD podem estar correlacionadas. Para verificar esse tipo de relação, aplica-se o teste de correlação de Pearson com as seguintes hipóteses:

$H_0$  = Não existe CORRELAÇÃO entre o retorno da ação e a distribuição de dividendos.

$H_1$  = Existe CORRELAÇÃO entre o retorno da ação e a distribuição de dividendos.

No teste estatístico de correlação de Pearson, rejeita-se  $H_0$  caso o valor absoluto de  $r$  seja maior que o valor crítico da tabela de correlação de Pearson contida em Triola (2008). Esse valor crítico varia de acordo com o número de observações analisados. Como a amostra possui 74 ações, o valor crítico tabelado é 0,236 e o valor absoluto é igual a 0,781. Portanto,

rejeita-se a hipótese de ausência de correlação. Significa que existe correlação entre as variáveis RetA e PerD.

Esse resultado converge para os resultados de Fama et. al. (1969) e Gringlatt et. al. (1984). As ações com maiores retornos são as com maiores distribuição de dividendos. De forma complementar a este estudo, sugere-se trabalhos que verifiquem a correlação entre o fluxo de caixa do acionista dessas ações com seus respectivos retornos e também análise de correlação entre retorno da ação e *payout* dessas mesmas ações. Também podem ser analisados, o comportamento do dividendo trimestral e retorno trimestral da ação por empresa ao longo do período 31/12/2000 à 31/12/2007.

Esse trabalho apresenta limites. Um deles tem relação com o desdobramento de ação feito pelas empresas. Este trabalho não capta essa informação e não a considera em suas análises. Outro limite pode surgir por não trabalhar com todas as empresas da BOVESPA e também por causa do número relativamente pequeno de observações em relação às possibilidades em bolsas internacionais que são mais antigas. Nessas, o período analisado por ser maior que 10 anos. No entanto, este artigo responde à pergunta de pesquisa e os resultados aqui expostos contribuem para ampliar o conhecimento sobre dividendos e retorno da ação no mercado brasileiro.

#### **4. Considerações finais**

A relação entre dividendos e retorno da ação gera debates. Alguns autores teorizam que a política de dividendos não afeta o valor das ações. Outros fazem estudos empíricos que evidenciam uma relação, porém sem correlação. Outros encontram correlação positiva e convergem para a teoria do conteúdo informacional que o dividendo é interpretado pelo mercado de forma positiva e por isso pode afetar o retorno da ação.

Nesse contexto, surge a dúvida dessa relação no mercado da BOVESPA. Este artigo formula a seguinte pergunta de pesquisa: há relação entre distribuição de dividendos e retorno da ação das empresas da BOVESPA? Com base em dados coletados durante o período de 31/12/2000 a 31/12/2007 sobre a variável dividendos e retorno da ação, elaboram-se duas colunas de valores para as variáveis sobre 74 ações entre as 100 mais líquidas da BOVESPA.

As colunas representam a variável PerD (soma de todos os dividendos por ação distribuídos durante o período analisado pelo valor da ação em 31/12/2000) e RetA (divisão entre o valor da ação em 31-12-2007 pelo valor da ação em 31-12-2000 menos um e multiplicado por 100). Sobre esses valores, aplicam-se os teste f, teste t e teste de correlação de Pearson. Os resultados indicam correlação positiva e convergem para os trabalhos de Fama et. al. (1969) e Gringlatt et. al. (1984) e para a teoria do conteúdo informacional do dividendo. Os resultados indicam que o mercado interpreta a distribuição de dividendo de forma positiva.

No mercado da BOVESPA, segundo os resultados deste artigo, as expectativas dos investidores acompanham o retorno da ação. Percebe-se que não se utiliza o termo influencia, pois este trabalho não acredita que somente uma variável possa influenciar o retorno da ação. Espera-se um comportamento aleatório entre os *players* do mercado. O relevante em pesquisa é verificar essas relações de forma cuidadosa. Por isso, escreve-se acompanham no lugar de influenciam.

Haja vista, há limites neste trabalho como número reduzido de empresas e períodos. Essas quantidades ampliadas podem aumentar a precisão e aproximar os resultados da realidade à da BOVESPA como um todo. Com base na amostra deste estudo, estudos que verifiquem a correlação do retorno da ação com o índice *payout* e com o fluxo de caixa ao acionista são sugeridos. Contudo, este artigo, apesar das limitações, responde à pergunta de pesquisa e encontra evidências sobre a existência de correlação positiva entre retorno da ação e distribuição de dividendos no mercado brasileiro.

## 5. Bibliografia

BUENO, A. F. Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras. São Paulo, 2000. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: FEA, 2000.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. Tradução Lucia Simonini. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

FAMA, E.F; FISHER, L.; JENSEN M.C.; AND RICHARD ROLL. The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, p.10,1-21, 1969.

FAULKENDER, M.; WANG, R. Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, v. 11, n. 4, august 2006.

GONÇALVES, Everton das Neves. Administração pública e a ação empresarial: consenso ético ou controle sobre a esfera privada?. *Revista Jurídica*, [S.l.], v. 2, n. 29, p. 72-93, dez. 2012. ISSN 2316-753X. Disponível em: <<http://revista.unicuritiba.edu.br/index.php/RevJur/article/view/514/398>>. Acesso em: 05 maio 2020. doi:<http://dx.doi.org/10.21902/revistajur.2316-753X.v2i29.514>.

GRINBLATT, M., R.MASULIS AND S.TITMAN. The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics*, n. 13, p. 461-490, 1984.

MACMANUS, I.; AP GWILYN, O.; THOMAS, S. The role of payout ratio in the relationship between stock returns and dividend yield. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 31, n. 9/10, p. 1355-1387, Nov/Dec 2004.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, vol. 34, p. 411-433, 1961.

OHLSON, J. A. Earnings, book value and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, v. 11, n. 2, p. 661-687, Spring 1995.

ROBERTSON, D.; WRIGHT, S. Dividends, total cash flow to shareholders, and predictive return regressions. *The Review of Economics and Statistics*, v. 88, n. 1, p. 91-99, February 2006.

ROBERTSON, D.; WRIGHT, S. Dividends, total cash flow to shareholders, and predictive return regressions. *Review of Economics & Statistics*, v. 88, n. 1, p. 91-99, Feb 2006.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D. Princípios da administração financeira. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

STEVENSON, W.J. Estatística aplicada à administração. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981. 490p.

TRIOLA, Mario F. Introdução à Estatística. 10 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2008.

WEBSTER, A. L. Estatística aplicada à administração e economia. Trad. Maria Cecília Sonoe Oliva, Helena Maria Ávila de Castro. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.