



**RELAÇÃO ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS E DESEMPENHO
ECONÔMICO FINANCEIRO EM EMPRESAS BRASILEIRAS E CHILENAS**

**RELATIONSHIP BETWEEN DIVIDEND POLICY AND FINANCIAL
ECONOMIC PERFORMANCE IN BRAZILIAN AND CHILEAN COMPANIES**

**RELACIÓN ENTRE POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y DESEMPEÑO
ECONÓMICO FINANCIERO EN LAS EMPRESAS BRASILEÑAS Y CHILENAS**

DOI: 10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221

Maurício leite

Mestre em Ciências Contábeis (FURB)
Rua Antônio da Veiga, nº 140, Sala D-101 – Itoupava Seca
CEP: 89030-903 – Blumenau – SC
Email: mauricio.leite@ymail.com

Antônio Carlos Bambino

Especialista em Gestão Estratégica de Negócios (FURB)
Rua Antônio da Veiga, nº 140, Sala D-101 – Itoupava Seca
CEP: 89030-903 – Blumenau – SC
Email: julbam@terra.com.br

Nelson Hein

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Administração (FURB)
Doutor em Engenharia de Produção (UFSC)
Rua Antônio da Veiga, nº 140, Sala D-202 – Itoupava Seca
CEP: 89030-903 – Blumenau – SC
Email: hein@furb.br

RESUMO

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. Aplicou-se o método estatístico correlação canônica. O modelo 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 (ativo total das organizações, PIB e inflação de cada país) e as variáveis de desempenho (retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre os ativos, lucro líquido e lucro por ação). As decisões acerca da política de dividendos estão atreladas diretamente aos resultados das organizações, refletindo-se no desempenho econômico financeiro. Os resultados encontrados nessa pesquisa apresentaram uma correlação negativa entre o conjunto de variáveis do grupo da política de dividendos no grupo de variáveis de desempenho econômico financeiro apresentaram correlação significativa para as combinações lineares.

Palavras-chave: Finanças corporativas. Desempenho econômico financeiro. Dividendos.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the relationship between the dividend policy and the economic and financial performance in Brazilian and Chilean companies. We conducted a descriptive research

Recebido em 08.08.2016. Recomendado para publicação em 30.11.2016. Publicado em 16.01.2017



with a quantitative approach, through documentary research. We used the statistical canonical correlation method. The model examined the relationship between the group of variables related to dividend policy (dividends paid dividends paid per share and dividend yield), control variables (total assets of organizations, GDP and inflation in each country) and the variables of performance (return on equity, return on assets, net income and earnings per share). Decisions on the dividend policy are assigned directly to the results of the organizations, reflected in financial performance. The results in this study showed a negative correlation between the number of dividend policy group variables in the economic and financial performance variables group showed significant correlation for the linear combinations.

Keywords: Corporate finance. Economic and financial performance. Dividends.

RESUMEN

Este estudio tuvo como objetivo analizar la relación entre la política de dividendos y el rendimiento financiero y económico en las empresas de Brasil y Chile. Se realizó un estudio descriptivo con un enfoque cuantitativo, mediante la investigación documental. Se utilizó el método de correlación canónica estadística. El modelo se examinó la relación entre el grupo de variables relacionadas con la política de dividendos (dividendos, los dividendos pagados por acción y la rentabilidad por dividendo), variables de control (total de activos de las organizaciones, el PIB y la inflación en cada país) y las variables de rendimiento (la rentabilidad del capital, el rendimiento de los activos, ingresos netos y ganancias por acción). Las decisiones sobre la política de dividendos están vinculados directamente a los resultados de las organizaciones, lo que refleja el desempeño económico y financiero. Los resultados encontrados en este estudio mostraron una correlación negativa entre el grupo de variables establecidas en la política de dividendos del grupo de variables de rendimiento económico financiera mostró correlación significativa con las combinaciones lineales.

Palabras clave: Finanzas corporativas. Rendimiento financiero y económico. Dividendos.

1 INTRODUÇÃO

Política de dividendos é um assunto em aberto entre os profissionais de finanças com muitas perguntas não respondidas, algumas perguntas respondidas de maneiras contraditórias, e outras questões pendentes a serem feitas. Dentre essas questões, destacam-se se a política de dividendos influencia a política de investimentos ou então se o pagamento de dividendos são distribuídos de forma aleatória entre as empresas (ROZEFF, 1982; SILVA; DANTAS, 2015).

Segundo Procianny e Poli (1993), quando há o pagamento de dividendos, há uma diminuição do caixa da organização e, pode surgir a necessidade de buscar recursos para realizar os novos investimentos. A decisão de pagamento de dividendos influencia diretamente no ritmo de crescimento da organização, pois, embora existam oportunidades, os recursos de longo prazo, seja por meio de dívida ou de capital, estes são escassos e de difícil obtenção.

Pagamentos de dividendos mais elevados levam à menor lucros retidos e ganhos de capital, e vice-versa, deixando riqueza total dos acionistas inalterado. Para La Porta; Lopez-De-Silanes; Shleifer e Vishny (2000) a política de investimento da empresa não pode ser tomada como independente da sua política de dividendos, pois o pagamento de dividendos pode reduzir a ineficiência dos investimentos marginais.

Uma vez que os dividendos são tributados a uma taxa mais elevada do que os ganhos de capital, tem-se a ideia de que são menos valiosas do que esses ganhos. Assim, as organizações que pagam dividendos estão em uma desvantagem competitiva, uma vez que têm

um custo mais elevado do capital do que as empresas que não pagam, sendo assim difícil a explicação do fato de que muitas empresas ainda pagarem dividendos. Há três características principais que afetam a decisão de pagar dividendos: lucratividade, oportunidades de investimento e tamanho, dessa forma, as empresas maiores e mais rentáveis são mais propensas a pagar dividendos (FAMA; FRENCH, 2001).

Silva e Dantas (2015) ressaltam no Brasil os dividendos não são tributados, ao contrário do ganho de capital. Viana Júnior e Ponte (2016) acrescentam que a possibilidade de remunerar os acionistas por meio de juros sobre o capital próprio é uma realidade que vem sendo praticado pelas firmas brasileiras desde 1996, com o advento da lei nº 9.249/1995.

Conforme Loss e Sarlo Neto (2003), diversas conjecturas têm sido articuladas acerca de políticas de financiamento e política de dividendos. A política de dividendos não é apenas uma decisão sobre o quanto pagar ao acionista, ela é também uma decisão sobre o quanto ficará retido na entidade, bem como dos motivos que levaram a esta retenção. Silva Júnior e Machado (2015, p. 9) acrescentam que “a política de dividendos refere-se às decisões relacionadas ao que fazer com o lucro líquido da empresa, ou seja, distribuí-los aos acionistas, na forma de dividendos, ou reinvesti-los, como fonte de financiamentos de projetos geradores de valor”.

Para Scherer e Martins (2003), o mau dimensionamento do valor dos dividendos que uma organização paga aos seus investidores, pode trazer consequências prejudiciais a própria organização. Entre essas consequências está o risco de descapitalização, que pode acarretar a descontinuidade da empresa. Neste sentido, a literatura contábil considera que somente é possível distribuir a parcela do lucro que exceder o valor necessário reter para garantir a manutenção das atividades da empresa.

Face às evidências obtidas por estudos acerca da política de dividendos e suas implicações, torna-se relevante pesquisas que descrevam suas relações com o desempenho econômico financeiro das organizações. Assim, esta pesquisa procura responder a seguinte questão: qual a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas. Dessa forma, o objetivo central deste trabalho é analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas.

O estudo justifica-se, conforme Bueno (2002), pela relevância dos dividendos, pois além do fato de influenciar as decisões estratégicas fundamentais no cotidiano das organizações, trata-se de tema ainda bastante controverso para a área de finanças. Scherer e Martins (2003) acrescentam que as proposições que a literatura contábil apresenta em relação à manutenção do capital e distribuição de dividendos podem ser testadas por meio de estudos empíricos.

Apesar da temática ser abordada pela literatura de finanças desde a década de 1960, ainda é um dos temas de maior discussão e críticas devido a sua abrangência e pela falta de consenso ainda existente (FERREIRA JÚNIOR *et al.*, 2010; NAGEM; AMARAL, 2013). Portanto, busca-se com o desenvolvimento deste estudo o enriquecimento da literatura de finanças no que diz respeito à temática, que segundo Viana Júnior e Ponte (2016) é um dos assuntos de maior relevância tanto no meio empresarial como no acadêmico.

Brasil e Chile, países que compõem este estudo, estão entre as maiores economias da América Latina conforme dados do Banco Mundial (WORLD BANK, 2014). São países emergentes, que passaram por grandes transformações econômicas, políticas e sociais nas últimas duas décadas, despontando como as principais e mais sólidas economias latino-americanas na atualidade.

Conforme Bastos, Nakamura e Basso (2009), Espinosa *et al.* (2012), Tarziján (2013) e Póvoa e Nakamura (2014), o Brasil possui um mercado de capitais ainda pouco desenvolvido, com opções limitadas de crédito e altas taxas de juros. Por outro lado, o Chile vem despontando como um dos mercados de capitais mais desenvolvidos da América Latina A economia chilena

tem sido uma fonte de interesse para estudos nas últimas três décadas. Os indicadores macroeconômicos demonstram que a economia está prosperando e, apesar do sucesso de suas economias, pouco é explorado sobre as estratégias específicas que as empresas chilenas utilizam para impulsionar o crescimento deste sistema econômico. Dessa forma, a principal contribuição deste estudo é o estabelecimento de uma relação direta entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro em empresas brasileiras e chilenas. O trabalho está estruturado em cinco seções, incluindo esta introdução. A seção dois refere-se à revisão de literatura, a seção três trata dos procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa. Os resultados obtidos estão expostos na quarta seção, a seção cinco apresenta as considerações finais à cerca do estudo. Por fim, as referências bibliográficas que foram utilizadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A revisão da literatura abordou temas que embasam conceitualmente a problemática da pesquisa em questão. Inicialmente são apresentadas informações acerca da política de dividendos, que é o interesse da pesquisa, seguido da discussão acerca do desempenho econômico financeiro de empresas.

2.1 Política de Dividendos

Estudos sobre dividendos surgiram na década de 1950. Segundo Higgins (1972), o uso de recursos da organização para fins de investimento e o financiamento de dívidas são alguns dos fatores que podem influenciar o pagamento de dividendos. Porém Fama (1974) contrapõe a posição de que a política de investimento influencia a decisão do pagamento de dividendos. McCabe (1979) relata que a nova dívida de longo prazo tem uma influência negativa sobre a quantidade de dividendos pagos. Rozeff (1982) acrescenta um terceiro fator de influência sobre a política de dividendos, os custos de agência.

Essas discussões são mais recentes no Brasil, mais precisamente a partir da década de 1990 com o processo de estabilização monetária. Enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se à definição entre dividendo e ganho de capital, no Brasil devem-se incluir na avaliação os juros sobre capital próprio, o que torna a análise mais complexa (MARTINS; FAMÁ, 2012).

A política de dividendos consiste na determinação da distribuição ou não dos lucros, bem como o montante a ser distribuído. Os dividendos, além de representarem os fluxos de caixa para os acionistas, contêm informações úteis no que diz respeito ao desempenho atual e futuro da organização. Estas informações afetam a percepção que os acionistas têm sobre o risco que a organização oferece. A decisão sobre os dividendos pode afetar significativamente as exigências de financiamento externo; quanto maior for o dividendo pago em dinheiro, maior poderá ser o volume de dinheiro necessário com obtenção externa, por meio de empréstimos ou emissões de ações para manutenção de suas operações (GITMAN, 2004).

Para Brealey e Myers (1988), as decisões de uma organização sobre o pagamento de dividendos misturam-se com outras decisões de financiamento e de investimento. Algumas organizações pagam baixos dividendos devido ao fato do otimismo da administração quanto ao futuro da organização, mantendo assim a retenção do lucro para aplicar na sua expansão. Dessa forma, Brealey e Myers (1988, p. 371) entendem a política de dividendos como sendo uma “alternativa entre a retenção de lucros, por um lado, o pagamento de dividendos e a emissão de novas ações”.

Segundo Procianny e Poli (1993), gestores preferem manter uma posição de caixa em situação confortável em detrimento a distribuir lucros, objetivando manter certa segurança quanto ao seu fluxo de caixa. Como um dos objetivos em finanças é maximizar a riqueza dos acionistas da organização, o gestor terá que estabelecer, através da política de dividendos, a

melhor combinação entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. Dessa forma, o ganho do acionista será resultante do pagamento em dinheiro de dividendos e do ganho de capital expresso pela valorização das ações em bolsa.

Uma decisão de reter os lucros para reinvestimento implica, necessariamente, na avaliação de que o retorno gerado pela empresa supera ao ganho que o acionista poderia obter ao dispor de seus lucros. Já a inter-relação entre as decisões de financiamento e a de distribuição dos lucros se processa pela opção da empresa em manter maior ou melhor volume de capital próprio financiando seus investimentos. A decisão de dividendos, é uma decisão de financiamento mediante capital próprio ao reter resultados, ou capital de terceiros ao distribuir resultados (ASSAF NETO, 1997).

La Porta *et al.* (2000), entendem que os dividendos são o resultado de um sistema eficaz de proteção jurídica dos acionistas. Sob um sistema eficaz, os acionistas minoritários usam seus poderes legais para obrigar as empresas pagar, em dinheiro, parte da lucratividade do capital investido, impedindo assim que gestores usem parte do lucro da empresa para benefício próprio. Acionistas podem se proteger por meio de voto, permitindo assim que gestores ofereçam melhores políticas de dividendos.

Conforme Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), a parcela do lucro que será destinada à distribuição sob a forma de dividendos não se limita a um simples percentual, determinado pelos gestores da organização estatutariamente, ou através de acordo de sócios, ou pela legislação societária. Embora o dividendo seja calculado sobre o montante do resultado, é o saldo de caixa que determina em que medida ele pode ser efetivado. Empresas que necessitam de sobra de caixa, devido sua fase de expansão, podem diminuir os dividendos; empresas com elevada rentabilidade e boa geração de caixa podem aumentá-los.

A política de dividendos exerce papel importante na determinação do valor de uma organização, os acionistas percebem os dividendos como um sinal da capacidade da organização de gerar lucros. Para Nikbakht e Groppelli (2006), embora se argumentem que a decisão de pagar dividendos independe das decisões de investimento, os dividendos podem, mesmo que de forma indireta, influenciar os planos de financiamentos externos da organização. Uma decisão de pagar dividendos elevados reduzirá os fundos internos a serem reinvestidos na empresa. Isso pode forçar a empresa a gerar fundos por meio de emissões de novas ações. O financiamento externo por sua vez pode alterar a estrutura de capital e conseqüentemente o custo de capital da empresa.

Conforme Dalmácio e Corrar (2007), existe uma alta concentração de capital em poder de um número reduzido de acionistas no Brasil. Como a decisão sobre a distribuição de dividendos é tomada pela própria administração, o pagamento dos dividendos acontece apenas para atender à legislação societária, gerando a expectativa de que a parte não distribuída é utilizada no financiamento de novos investimentos, o que aumenta o valor da empresa e, conseqüentemente, o das ações.

Segundo Nossa, Nossa e Teixeira (2007), a constante ampliação da distribuição de dividendos por parte das organizações, podem comprometer a gestão dos seus ativos e a geração de lucros futuros. Estudo realizado por esses autores objetivou verificar se as organizações que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004 eram mais eficientes do que as que não distribuem, bem como observar se o dividendo pago influenciou o retorno dos ativos. O resultado observado indica que as empresas que distribuem dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuem dividendos, no período analisado inclusive o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.

2.2 Desempenho Econômico Financeiro

O desempenho organizacional, conforme Fischmann e Zilber (1999), é a capacidade que a organização tem em atingir seus objetivos por meio implementação de ações no escopo do seu processo de planejamento, e dessa forma, a empresa deve contar com um sistema de indicadores de desempenho que permita a verificação do efetivo sucesso da sua gestão estratégica. Dessa forma, os autores consideram que os indicadores financeiros devem ser construídos de forma que permitam aos administradores tomar decisões, e que consigam perceber problemas, readequar procedimentos e redefinir processos.

Na visão de Parmenter (1998), a administração de uma organização, deve se preocupar em focalizar os indicadores chaves de desempenho, que possam trazer a real situação da organização. Atkinson (1998) enfatiza que o sistema deve focar a atenção sobre variáveis que são críticas para o sucesso da organização e, a partir da identificação delas, estruturar sistemas de compensação baseados no desempenho.

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), gestores têm conseguido implementar e utilizar conceitos mais avançados de mensuração e avaliação de desempenho, apresentando assim indicadores de desempenho extraídos de seus demonstrativos contábeis. Conforme Weston e Brigham (2000), as demonstrações financeiras representam a posição de uma determinada organização em um determinado período, assim suas operações no decorrer de algum período passado podem ser utilizadas na previsão de lucros e dividendos futuros.

Os índices financeiros representam as relações entre as mais diversas contas das demonstrações financeiras que objetiva fornecer informações sobre o desempenho das empresas, e sua análise geralmente é feita sobre determinadas características, tais como liquidez, estrutura de capital e rentabilidade dos ativos (SILVA, 2001).

Sistemas de medidas de desempenho são uma parte integral do controle da administração. O sistema, reflete a filosofia e cultura organizacional, descreve o quanto o trabalho é bem feito em termos de custo, tempo e qualidade. Para serem efetivas, as medidas de desempenho necessitam refletir variações ocorridas na competitividade (TATIKONDA; TATIKONDA, 1998). Hacker e Brotherton (1998) ressaltam que um efetivo sistema de indicadores deve propiciar capacitação aos administradores de uma organização em determinar se as atividades programadas ocorrem de fato, na direção do atendimento dos objetivos.

Uma comprovação da preocupação em relação a visão holística da questão do desempenho são os resultados de um estudo da *Ernest & Young Centers for Business Innovation*, apresentado por Low e Siesfeld (1998): a maioria das decisões dos investidores são significativamente influenciadas por informações relativas ao desempenho não financeiro das empresas e; os analistas que se envolveram profundamente com os aspectos não financeiros foram os que produziram previsões mais acuradas sobre rendimentos na aplicação de recursos no mercado de capitais.

Segundo Yang (2012), os indicadores de desempenho financeiro incluem o crescimento das vendas, taxa de lucro, retorno sobre o investimento, retorno sobre vendas, retorno sobre o patrimônio, e lucro por ação, ao passo que o desempenho não financeiro se concentra na participação de mercado, introdução de novos produtos, qualidade do produto, a eficácia do marketing, e eficiência tecnológica.

Neste sentido, Zilber e Fischmann (2002) argumentam que a utilização de instrumentos, técnicas e métodos gerenciais para a tomada de decisão está cada vez mais presente no dia a dia dos tomadores de decisão, e os indicadores de desempenho tem despontado como um dos instrumentos mais eficazes na determinação das estratégias empresariais.

Conforme Gitman (2004), os índices financeiros podem ser divididos em quatro grupos, sendo eles: índices de liquidez, índices de atividade, índices de endividamento e índices de lucratividade, sendo que os três primeiros mensuram principalmente o risco, enquanto os

índices de lucratividade calculam o retorno. O autor acrescenta que o índice de liquidez, atividade e de lucratividade são categorias importantes para a análise de curto prazo, já os índices de endividamento são importantes para análise a longo prazo.

O desempenho econômico financeiro é definido em termos de maximização da riqueza dos proprietários por meio de medidas de lucratividade, rentabilidade e valor de mercado uma vez que o alcance desse objetivo certamente acarretará uma maior riqueza aos gestores acionistas e investidores de tais organizações (BORBA, 2005).

As análises dos indicadores de desempenho econômico financeiro são relevantes no processo de tomada de decisão, porém a determinação de quais medidas devem ser utilizadas depende da complexidade do que se deseja avaliar, de sua importância em relação às metas estabelecidas, bem como da expectativa de uso gerencial posterior destas informações (CALLADO; CALLADO; ALMEIDA, 2007).

Neste sentido, Iudicibus (2008) considera a que as técnicas de análise das demonstrações financeiras por meio de índices é um dos mais importantes desenvolvimentos da contabilidade, uma vez que é possível ao analista reportar o que aconteceu no passado e dar bases para inferir o que poderá acontecer no futuro.

Para Assaf Neto (2012), as análises das demonstrações financeiras visam uma melhor avaliação do desempenho das empresas como forma de identificar os resultados retrospectivos e prospectivos das diversas decisões financeiras tomadas, e a proporção de tal desempenho está diretamente relacionado ao processo de tomada de decisões dos gestores. O autor acrescenta que o bom desempenho depende da qualidade das decisões tomadas pelos gestores, que devem ser embasadas tanto no ambiente interno quanto no ambiente externo da organização.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental.

3.1 População e amostra da pesquisa

O objetivo do estudo é analisar a relação da política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas. Para compor a amostra, considerou-se somente as companhias ativas no ano de 2014 e que possuíam todas as variáveis no período de 2009 a 2013 disponíveis na base de dados Thomson[®], compondo assim uma amostra com dados balanceados. O quadro 1 apresenta as empresas analisadas no estudo.

Quadro 1 – Amostra das companhias utilizadas na pesquisa

Empresa	País	Empresa	País	Empresa	País
Arteris SA	BRA	Grendene SA	BRA	Banco De Credito E Inversiones	CHL
Banco ABC Brasil SA	BRA	Guararapes Confecções SA	BRA	Banco Santander-Chile SA	CHL
Banco Alfa De Investimento SA	BRA	Iguatemi Empresa De Shopping Centers SA	BRA	Banmedica SA	CHL
Banco Bradesco SA	BRA	Itaú Unibanco Holding SA	BRA	Bicecorp SA	CHL
Banco Do Brasil SA	BRA	Itausa Investimentos Itaú SA	BRA	Cencosud SA	CHL
Banco Do Estado De Sergipe SA	BRA	Jhsf Participacoes SA	BRA	Coca Cola Embonor SA	CHL
BCO Daycoval SA	BRA	Localiza Rent A Car SA	BRA	Compania Industrial El Volcan SA	CHL
BCO Pine SA	BRA	Lojas Americanas SA	BRA	Detroit Chile SA	CHL

Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras E Chilenas

BCO Santander Brasil SA	BRA	Lojas Renner SA	BRA	Empresa Electrica De Antofagasta	CHL
Brasil Brokers Participacoes SA	BRA	LPS Brasil-Consultoria Imóveis SA	BRA	Empresa Electrica De Arica SA	CHL
BRF-Brasil Foods SA	BRA	Marcopolo SA	BRA	Empresa Electrica De Iquique SA	CHL
Cetip SA Balcão Organizado Ativos Deriva	BRA	Marisa Lojas SA	BRA	Empresa Nacional De Telecomunicaciones S	CHL
CIA Ferro Ligas Da Bahia Ferbasa	BRA	MRV Engenharia E Participacoes SA	BRA	Empresas Cmpc SA	CHL
CIA Hering	BRA	Petróleo Brasileiro SA Petrobras	BRA	Empresas Copec SA	CHL
CIA Saneamento Do Paraná	BRA	Porto Seguro SA	BRA	Enaex SA	CHL
Cielo SA	BRA	Raia Drogasil SA	BRA	Forestal Cholguan SA	CHL
Companhia Brasileira Distribuição SA	BRA	Rodobens Negócios Imobiliários SA	BRA	Forestal Constructora Y Comercial Pacifi	CHL
Companhia Paranaense De Energia Copel	BRA	Santos Brasil Participacoes SA	BRA	Forus SA	CHL
Companhia Tecidos Santanense	BRA	Sao Paulo Alpargatas SA	BRA	Grupo Security SA	CHL
Compania Saneamento Básico Est Sao Paulo	BRA	SUL America SA	BRA	Minera Valparaiso SA	CHL
Cyrela Comercial Properties SA	BRA	TIM Participacoes SA	BRA	Parque Arauco SA	CHL
Duratex SA	BRA	Totvs SA	BRA	Saci Falabella	CHL
Energisa SA	BRA	Valid Soluções E Serviço	BRA	Salfacorp SA	CHL
Estacio Participacoes SA	BRA	WEG SA	BRA	Sociedad Anonima Vina Santa Rita	CHL
Eternit SA	BRA	Wilson Sons Limited	BRA	Sociedad Inversiones Oro Blanco	CHL
Even Construtora E Incorporadora	BRA	AFP Habitat SA	CHL	Sonda SA	CHL
Evora SA	BRA	Agencias Universales SA	CHL	Vina Concha Y Toro SA	CHL
EZ TEC Empreendimentos E Participacoes S	BRA	Agricola Nacional Saci Anasac	CHL	Vina San Pedro Tarapaca	CHL
Gerdau SA	BRA	Banco De Chile	CHL	Watts SA	CHL

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme as informações do quadro 1, observa-se que a amostra é composta por 54 empresas brasileiras e 33 empresas chilenas, totalizando assim um total de 87 empresas ativas na base de dados Thomson[®] no ano de 2014.

3.2 Procedimentos de Coleta e Análise de Dados

Os dados relacionados aos índices econômico-financeiros das empresas foram coletados na base de dados Thomson[®] em dezembro de 2014 para o período de cinco anos, compreendidos entre os anos de 2009 a 2013. Os valores monetários estão apresentados em dólares americanos, convertidos pelo câmbio do último dia útil de cada ano, apresentados pela própria base de dados Thomson[®]. As variáveis macroeconômicas foram obtidas nas bases do Banco Mundial (WORLD BANK, 2014). Tal procedimento de coleta padroniza unidades monetárias de diferentes países. A variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis do estudo

Variáveis	Sigla	Descrição	Fórmulas
-----------	-------	-----------	----------

Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras E Chilenas

Independentes	DIP	Dividendos	Dividendos pagos no ano
	DPA	Dividendos pagos por ação	Dividendos pagos / Número de ações
	DIY	<i>Dividend Yield</i>	Dividendo por ação / Preço por ação
Controle	ATT	Ativo Total	LN Ativo Total
	PIB	Produto Interno Bruto	LN PIB
	INF	Inflação	Inflação anual
Dependentes	ROE	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido
	ROA	Retorno Sobre o Ativo	Lucro Líquido / Ativo Total
	LL	Lucro Líquido	Ln Lucro Líquido do Exercício
	LPA	Lucro por Ação	Lucro Líquido do Exercício / Lucro por Ação

Fonte: Dados da pesquisa.

O conjunto de indicadores apresentados no quadro 2 são divididos em três grupos: variáveis independentes, variáveis de controle e variáveis dependentes.

As variáveis independentes representam os resultados líquidos apurados num determinado período a ser distribuída aos acionistas ou a ser reinvestida nas atividades da empresa. As variáveis macroeconômicas como PIB e inflação, bem como a variável Tamanho, representado pelo Ativo Total, representam as variáveis de controle. A inserção dessas variáveis visa expandir os estudos sobre a estrutura de capital e do desempenho econômico em empresas de diferentes países, a fim de encontrar evidências da influência ambiental. Segundo Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 76), “os fatores macroeconômicos e institucionais não podem mais ser desconsiderados, pois são fatores que ajudam a explicar o comportamento das empresas, embora ainda haja muito que se pesquisar nesse campo”.

Como variáveis dependentes, utilizou-se aquelas que estabelecem o desempenho econômico financeiro das organizações do estudo, o qual foram pautadas nos indicadores rentabilidade. As principais bases de comparação adotados para o estudo dos resultados econômicos são o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas com vendas. Conforme Assaf Neto (2012), esses indicadores visam avaliar os resultados auferidos por uma organização em relação a determinados parâmetros que melhor revelem suas dimensões. Uma análise baseada exclusivamente no valor absoluto do lucro líquido traz viés de interpretação ao não refletir se o resultado gerado no exercício foi condizente ou não com o potencial econômico da organização.

Para o cálculo do PIB e da inflação utilizou-se os indicadores apresentados pelo Banco Mundial (WORLD BANK, 2014). A inserção de variáveis macroeconômicas e institucionais no estudo visa expandir os estudos sobre a política de dividendos e do desempenho econômico em empresas de diferentes países, a fim de encontrar evidências da influência ambiental. Para Bastos, Nakamura e Basso (2009, p. 76), “os fatores macroeconômicos e institucionais não podem mais ser desconsiderados, pois são fatores que ajudam a explicar o comportamento das empresas, embora ainda haja muito que se pesquisar nesse campo”.

O método estatístico para analisar os efeitos da política de dividendos sobre o desempenho econômico das empresas brasileiras e chilenas foi a correlação canônica. Correlação é o grau de relação entre variáveis, determinando o quanto uma equação linear explica a relação entre as variáveis (SPIEGEL, 1993). Segundo Fávero *et al.* (2009), a correlação canônica é uma técnica multivariada que permite averiguar a relação entre um grupo de variáveis dependentes e outro grupo de variáveis independentes de forma simultânea, que podem ser tanto métricas quanto não métricas. A correlação canônica pode ser expressa conforme a Equação 1:

$$Y_1 + Y_2 + Y_3 + \dots + Y_q = f(X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_p) \quad (1)$$

Sendo:

Y = Variáveis dependentes, ou *criterion*;

X = Variáveis independentes, ou *predictor*.

Como a correlação canônica permite identificar as relações entre variáveis dependentes e variáveis independentes, Hair Jr. *et al.* (2009) pondera que esse método auxilia na identificação dessas relações particularmente quando o pesquisador não possui conhecimento a priori sobre as relações entre os conjuntos de variáveis. No contexto deste trabalho, o modelo utilizado considerou como variáveis dependentes aquelas que representam o desempenho econômico financeiro, e as variáveis independentes aquelas que representam a política de dividendos e as variáveis macroeconômicas e institucionais.

Os dados foram coletados e analisados a partir do que se estabeleceu nos procedimentos metodológicos e em conformidade com o objetivo proposto neste trabalho. Dessa forma, no próximo tópico serão apresentados a análise da correlação canônica e as discussões dos resultados.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Para atender ao objetivo proposto pelo estudo em analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas, utilizou-se da análise de correlação canônica combinando os três grupos de variáveis, do grupo de política de dividendos, das variáveis de controle e de desempenho econômico financeiro, conforme descritas no quadro 2.

Primeiramente analisou-se a correlação canônica para o conjunto de empresas brasileiras, tendo os seus resultados apresentados na tabela 1. Sendo assim, observa-se na primeira coluna, quatro combinações lineares diferentes, uma vez que este é o número do conjunto de variáveis do grupo de desempenho econômico financeiro, sendo menor que o conjunto de variáveis do grupo de indicadores da política de dividendos e das variáveis de controle. Por sua vez, a segunda, a terceira e a quarta colunas da tabela 1 apresentam informações referentes ao teste Chi-quadrado, realizado com o objetivo de verificar a significância das combinações lineares calculadas, e a coluna seguinte (D.F.) apresenta os graus de liberdade de cada uma das combinações lineares.

Tabela 1 – Correlação canônica para as empresas brasileiras

Número	Auto Valor	Correlação	Lambda	Chi-quadrado	D.F.	P-Value
1	0,952257	0,975836	0,0263208	958,454	24	0,00000
2	0,410544	0,640737	0,551299	156,908	15	0,00000
3	0,0468661	0,216486	0,935268	17,634	8	0,02410
4	0,0187442	0,136909	0,981256	4,98598	3	0,17280

270 Observações

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme pode-se observar na tabela 1, a correlação existente na primeira combinação linear entre os grupos de variáveis de política de dividendos e das variáveis de controle com o grupo de desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras, é a que possui a mais alta correlação em relação a segunda e terceira combinações, enquanto a quarta combinação linear não apresentou correlação entre os grupos. A primeira combinação linear apresentou correlação entre esses grupos de variáveis foi de 97,58%, existindo uma forte associação positiva, uma vez que o nível de significância na primeira combinação linear é menor que 5%, assim como a

segunda e a terceira combinações lineares. Dessa forma, como a primeira combinação linear é a mais significativa, passou-se então à análise da mesma.

A tabela 2 expõe os coeficientes calculados para o conjunto de variáveis de política de dividendos, das variáveis de controle e do grupo de desempenho econômico financeiro. Segundo Fávero *et al.* (2009), é a partir dos coeficientes, apresentados na tabela 2, que se geram as correlações canônicas das variáveis do estudo. Os coeficientes apresentados nas demais colunas da tabela 2 retratam o cálculo das outras três combinações lineares. No entanto, como o objetivo da correlação canônica é identificar dois vetores cuja correlação seja a máxima possível entre si, foi utilizado apenas o primeiro par de vetores, uma vez que são estes que satisfazem o objetivo do modelo.

Tabela 2- Coeficientes para as variáveis canônicas do grupo de política de dividendos, variáveis de controle e do grupo de desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras

Grupo Variáveis	Variáveis	Combinações Lineares			
		1	2	3	4
Dividendos e Controle	DIV	-0,0303594	-0,668604	0,20135	0,209675
	DPA	-0,047167	0,912422	-0,350143	-0,0390382
	DIY	-0,0344822	0,268748	0,825643	0,46237
	ATT	0,977417	0,26354	-0,104368	0,127663
	PIB	0,0504851	-0,0042016	0,718503	-1,05693
	INF	-0,00777738	0,00872926	-0,629152	0,15609
Desempenho	ROE	0,0480634	0,176344	-0,0192396	1,19136
	ROA	-0,395748	-0,573091	0,809052	-0,56907
	LL	0,901659	-0,425582	0,286856	-0,0661285
	LPA	-0,0380469	0,892217	0,504969	-0,105767

Fonte: Dados da pesquisa.

Esse procedimento encontra as combinações lineares de dois conjuntos de variáveis que têm a maior correlação entre eles. Neste caso, quatro conjuntos de combinações lineares foram formadas. O conjunto analisado é o primeiro, devido ao fato de possuir o maior poder explicativo em comparação com as demais combinações. Sendo assim, o primeiro conjunto de combinações lineares é $-0,0303594 * DIV - 0,047167 * DPA - 0,0344822 * DIY + 0,977417 * ATT + 0,0504851 * PIB - 0,00777738 * INF$, e $0,0480634 * ROE - 0,395748 * ROA + 0,901659 * LL - 0,0380469 * LPA$. A tabela 2 mostra a correlação estimada entre cada conjunto de variáveis canônicas. Destes conjuntos de combinações lineares, os três primeiros apresentaram valores p inferiores a 0,05, dessa forma os conjuntos têm correlações estatisticamente significativas ao nível de confiança de 95,0%.

A partir da equação linear apresentada no modelo, observa-se que os coeficientes canônicos correspondentes ao primeiro par canônico apresentam uma tendência de que o menor dividendos pagos (-0,0303594), o menor dividendos pagos por ação (-0,047167), o menor *dividend yield* (-0,0344822), o maior ativo total (+0,977417) das organizações analisadas, maior PIB (+0,0504851) brasileiro e a menor inflação (-0,00777738) correspondem significativamente para um maior retorno sobre o patrimônio líquido (0,0480634) das organizações brasileiras, um menor retorno sobre os ativos (-0,395748), um maior lucro líquido (0,901659) e um menor lucro por ação (-0,0380469) das empresas brasileiras analisadas.

Em seguida, analisou-se a correlação canônica para o conjunto de empresas chilenas, tendo os seus resultados apresentados na tabela 3.

Tabela 3 – Correlação canônica para as empresas chilenas

Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas
Brasileiras E Chilenas

Número	Auto Valor	Correlação	Lambda	Chi-quadrado	D.F.	P-Value
1	0,960409	0,980005	0,0193691	625,136	24	0,00000
2	0,369523	0,607884	0,489231	113,315	15	0,00000
3	0,204342	0,452042	0,775969	40,2024	8	0,00000
4	0,0247458	0,157308	0,975254	3,97155	3	0,26450

165 Observações

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme pode-se observar na tabela 3, a correlação existente na primeira combinação linear entre os grupos de variáveis de política de dividendos e das variáveis de controle com o grupo de desempenho econômico financeiro de empresas chilenas, é a que possui a mais alta correlação em relação a segunda e terceira combinações, enquanto a quarta combinação linear não apresentou correlação entre os grupos. A primeira combinação linear apresentou correlação entre esses grupos de variáveis foi de 98,00%, existindo uma forte associação positiva, uma vez que o nível de significância na primeira combinação linear é menor que 5%. A segunda e a terceira combinações lineares também apresentaram significância menor que 5%, no entanto a quarta combinação linear não apresentou significância. Dessa forma, como a primeira combinação linear é a mais significativa, passou-se então à análise da mesma.

A tabela 4 expõe os coeficientes calculados para o conjunto de variáveis de política de dividendos, das variáveis de controle e do grupo de desempenho econômico financeiro. Os coeficientes apresentados nas demais colunas da tabela 4 retratam o cálculo das outras três combinações lineares. No entanto, como o objetivo da correlação canônica é identificar dois vetores cuja correlação seja a máxima possível entre si, foi utilizado apenas o primeiro par de vetores, uma vez que são estes que satisfazem o objetivo do modelo.

Tabela 4- Coeficientes para as variáveis canônicas do grupo de política de dividendos, variáveis de controle e do grupo de desempenho econômico financeiro de empresas chilenas

Grupo Variáveis	Variáveis	Combinações Lineares			
		1	2	3	4
Dividendos e Controle	DIV	-0,0116993	0,134495	-0,495335	0,895318
	DPA	0,0397466	-0,457593	0,864423	0,504349
	DIY	-0,054951	1,04743	0,289822	-0,137037
	ATT	0,993084	0,293779	0,313632	0,260068
	PIB	-0,0269195	-0,331047	-0,0907182	0,251256
	INF	0,00546533	0,21867	0,0966309	-0,242803
Desempenho	ROE	-0,00771255	1,07823	0,0621603	1,16606
	ROA	-0,403841	-0,146228	0,184869	-1,46796
	LL	0,871993	0,0801402	-0,327763	-0,67822
	LPA	0,0439191	-0,216359	1,04621	-0,0153371

Fonte: Dados da pesquisa.

A tabela 4 apresenta os quatro conjuntos de combinações lineares que foram formadas na geração do modelo. O conjunto analisado é o primeiro, devido ao fato de possuir o maior poder explicativo em comparação com as demais combinações. Sendo assim, o primeiro conjunto de combinações lineares é $-0,0116993 * DIV + 0,0397466 * DPA - 0,054951 * DYI + 0,993084 * ATT - 0,0269195 * PIB + 0,00546533 * INF$ e $-0,00771255 * ROE - 0,403841 * ROA + 0,871993 * LL + 0,0439191 * LPA$. A tabela 4 mostra a correlação estimada entre cada conjunto de variáveis canônicas. Destes conjuntos de combinações lineares, os três

primeiros apresentaram valores p inferiores a 0,05, dessa forma os conjuntos têm correlações estatisticamente significativas ao nível de confiança de 95,0%.

A partir da equação linear apresentada no modelo, observa-se que os coeficientes canônicos correspondentes ao primeiro par canônico apresentam uma tendência de que o menor dividendos pagos (-0,0116993), o maior dividendos pagos por ação (0,0397466), o menor *dividend yield* (-0,054951), o maior ativo total (0,993084) das organizações analisadas, menor PIB (-0,0269195) chileno e a maior inflação (0,00546533) correspondem significativamente para um menor retorno sobre o patrimônio líquido (-0,00771255) das organizações chilenas, um menor retorno sobre os ativos (-0,403841), um maior lucro líquido (0,871993) e um maior lucro por ação (0,0439191) das empresas chilenas analisadas.

Analisando a influência da política de dividendos no desempenho econômico financeiro das organizações brasileiras, por meio da análise correlação, há indícios de que quanto maior os dividendos pagos, os dividendos pagos por ação e o *dividend yield*, maior será o retorno sobre o patrimônio líquido e maior será o lucro líquido, maior será o retorno sobre o ativo e sobre o lucro por ação. Analisando as variáveis de controle, infere-se que quanto maior o ativo das organizações, maior PIB e menor a inflação, maior é o retorno sobre o patrimônio líquido e o lucro líquido, e menor o retorno sobre o ativo e sobre o lucro por ação. Dessa forma, quanto maior a empresa, maior o retorno sobre o patrimônio líquido e o lucro líquido.

Já em relação a influência da política de dividendos no desempenho econômico financeiro das organizações chilenas, percebe-se que, diferentemente do caso brasileiro, quanto maior for o pagamento de dividendos e quanto maior for o *dividend yield*, maior será os retornos sobre o patrimônio líquido e sobre os ativos das organizações. Em contra partida, menor será o lucro líquido e o lucro por ação das empresas chilenas que compõe a amostra. Em relação ao tamanho dos ativos das organizações, quanto maior os ativos, menores são os retornos sobre o patrimônio líquido e sobre o retorno sobre os ativos, e maiores serão o lucro líquido e o lucro líquido por ação, ou seja, quanto maior for a empresa, menor é o retorno da organização.

Em relação as variáveis macroeconômicas chilenas, quanto maior for o PIB chileno, maior será o retorno sobre o patrimônio líquido, o retorno sobre o ativo, porém menos o lucro líquido e o lucro por ação. Já em relação a inflação, o resultado é inversamente ao encontrado para o PIB. Dessa forma, há indícios de que, conforme apresentado pelas combinações lineares para os modelos brasileiro e chilenos, as variáveis de política de dividendos possuem uma influência negativa sobre o desempenho econômico financeiros das organizações, assim como há uma forte influência das variáveis macroeconômicas sobre o desempenho econômico financeiro das organizações brasileiras e chilenas que compõe a amostra do estudo.

Os resultados encontrados nessa pesquisa fornecem evidências consistentes de que a decisão de distribuição de dividendos influenciam de forma significativa no desempenho econômico das organizações de capital aberto brasileiras e chilenas. No entanto tais achados divergem dos resultados encontrados nesse estudo divergem dos resultados encontrados por Nossa, Nossa e Teixeira (2007) na qual afirmam que as empresas que distribuem dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuem dividendos pois, no período analisado, o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.

Tais afirmações são suportadas por Assaf Neto (1997), no qual aponta que a decisão de reter os lucros implica, necessariamente, na avaliação de que o retorno gerado pela empresa supera ao ganho que o acionista poderia obter ao dispor de seus lucros. Além disso, os resultados encontrados neste estudo também corroboram com a afirmação de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) de que empresas com elevada rentabilidade e boa geração de caixa podem aumentar os pagamentos de dividendos.

Um dos resultados mais importantes e de certa forma inovadora deste estudo refere-se a análise da influência das variáveis macroeconômicas e institucionais nas decisões das

organizações bem como no desempenho das mesmas. Estudos como de Rajan e Zingales, 1995; Booth *et al.*, 2001, Terra, 2007; Pimenta Júnior e Higuchi (2008); Bastos, Nakamura e Basso (2009) tem analisado tal comportamento.

Embora tais estudos têm demonstrado que os fatores macroeconômicos e institucionais ajudam a explicar o comportamento dos gestores e das empresas, não foram encontrados estudos que relacionassem ou evidenciassem a influência de tais fatores ao comportamento das políticas de distribuição de dividendos sobre o desempenho econômico financeiro, o que estimulou a execução deste estudo.

Tal investigação tem sido negligenciado pela literatura em finanças corporativas, o que justificou a realização deste estudo. Sendo assim, pode-se inferir que as variáveis utilizadas nesse estudo ajudam a explicar o comportamento do desempenho econômico financeiro, corroborando com estudos apresentados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro de empresas brasileiras e chilenas. O período analisado compreendeu os anos de 2009 a 2013, na qual os dados foram coletados na base de dados Thomson®. O modelo utilizado no estudo analisou um grupo de variáveis relativas a política de dividendos (dividendos pagos, dividendos pagos por ação e *dividend yield*), variáveis de controle (ativo total das organizações, PIB e inflação de cada país) e as variáveis de desempenho econômico financeiro (retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre os ativos, lucro líquido e lucro por ação) por meio da correlação canônica.

De maneira geral, a política de dividendos exerce uma influência negativa sobre o desempenho econômico financeiro das organizações brasileiras e chilenas. Destaca-se que esta influência negativa foi mais significativa nas empresas brasileiras em comparação com as empresas chilenas. Dessa forma, os resultados encontrados nesse estudo são divergentes aos resultados encontrados por Nossa, Nossa e Teixeira (2007) na qual afirmam que as empresas que distribuem dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuem dividendos, no período analisado inclusive o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo. Porém confirmar os resultados encontrados pelos mesmos autores de que a constante ampliação da distribuição de dividendos por parte das organizações, podem comprometer a gestão dos seus ativos e a geração de lucros futuros.

O modelo da correlação canônica utilizado nesse estudo explica a correlação entre o conjunto de variáveis de política de dividendos e desempenho econômico financeiro das organizações brasileiras e chilenas apresentaram correlação significativa ao nível de 5%. O modelo apresentou correlação de 95,22% e 98,00% para as empresas brasileiras e chilenas respectivamente.

Como limitação do estudo, destaca-se a exclusão de algumas importantes empresas, tanto brasileiras quanto chilenas, por não apresentarem em seus balanços na base de dados Thomson® todas as variáveis estudadas em todos os anos, de 2009 a 2013, podendo haver um viés de amostra. Além disso, o conjunto de variáveis utilizadas nesse estudo podem limitar os resultados alcançados por essa pesquisa. Tais limitações não invalidam esses resultados.

Apesar de significativo, os resultados apresentam indicativos de que as empresas que pagam mais dividendos são menos eficientes economicamente e financeiramente em relação as empresas que não pagam dividendos, assim, recomenda-se, para pesquisas futuras, que este estudo seja aplicado a outra amostra para fins de comparação dos resultados.

Além disso, para futuras pesquisas, sugere-se a adoção de outras técnicas estatísticas mais sofisticadas que sejam capazes de verificar a relação entre a política de dividendos desempenho econômico financeiro. O presente estudo utilizou apenas quatro variáveis

independentes, sugerindo-se também que futuras pesquisas investiguem a relação da política de dividendos com outras variáveis como governança corporativa, risco, estrutura de propriedade, setor, dentre outros.

Espera-se que os resultados apresentados neste estudo sejam ampliados e complementados. Neste sentido, sugere-se que pesquisas adicionais busquem investigar a influência da política de dividendos no desempenho econômico financeiro das organizações.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. A dinâmica das decisões financeiras. **Caderno de estudos**, n. 16, p. 01-17, 1997.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- ATKINSON Anthony A. **Advanced management accounting**. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1998.
- BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASSO, Leonardo Fernando Cruz. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BOOTH, Laurence; AIVAZIAN, Varouj; DEMIRGUC-KUNT, Asli; MAKSIMOVIC, Vojislav. Capital structures in developing countries. **The Journal of Finance**, v. 56, n. 1, p. 87-130, 2001.
- BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. **Relação entre desempenho social corporativo e desempenho financeiro de empresas no Brasil**. 2005. 135 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças empresariais**. McGraw-hill, 1988.
- BUENO, Artur Franco. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 13, n. 28, p. 39-55, 2002.
- CALLADO, Aldo Leonardo Cunha; CALLADO, Antônio André Cunha; ALMEIDA, Moisés Araújo. Análise dos indicadores e ações de organizações agroindustriais segundo as perspectivas do balanced scorecard. **Revista Universo Contábil**, v. 3, n. 3, p. 38-53, 2007.
- CAMPBELL, John Y.; LO, Andrew W.; MACKINLAY A. Craig. **The econometrics of financial markets**. 1997
- DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 1, n. 1, p. 16-29, 2007.
- ESPINOSA, Christian; MAQUIEIRA, Carlos; VIEITO, João Paulo; GONZÁLEZ, Marcelo. Capital structures in developing countries: the Latin American case. **Investigación Económica**, v. 71, n. 282, p. 35-54, 2012.
- FAMA, Eugene F. The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. **The American Economic Review**, p. 304-318, 1974.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial economics**, v. 60, n. 1, p. 3-43, 2001.
- FÁVERO, Luiz Paulo; BELFIORE, Patrícia; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus, 2009.
- FERREIRA JÚNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva; BASTOS Douglas Dias. Evidências empíricas dos fatores determinantes das

- políticas de Dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Revista FACEF**. v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.
- FISCHMANN, Adalberto Américo; ZILBER, Moisés Ari. Utilização de Indicadores de Desempenho para a Tomada de Decisões Estratégicas: Um Sistema de Controle. **Revista de Administração da Mackenzie**, ano 1, n. 1, p. 9 – 25, 1999.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10ª edição; tradução técnica Antonio Zoratto Sanvicente. 2004.
- HACKER Marla E.; BROTHERTON, Paul A. Designing and installing effective performance measurement systems. **IIE Solutions**, 1998.
- HAIR JR., Joseph F.; BLACK, Willian C.; BABIN, Barry J.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HIGGINS, Robert C. The corporate dividend-saving decision. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 7, n. 02, p. 1527-1541, 1972.
- IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. Assimetric information and dividends payout at the Sao Paulo stock exchange (Bovespa). **Ad. Sci. appl. Account**, 2008.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, 2000.
- LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.
- LOW, Jonathan; SIESFELD, Tony. Measures that matter: Non-financial performance. **Strategy and Leadership**, v. 26, n. 2, p. 24-38, 1998.
- MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.
- NAGEM, Lilian Marques; AMARAL, Hudson Fernandes. Retornos Anormais das Ações Pós-Pagamento de Dividendos: Um Estudo Empírico no Mercado Brasileiro a partir de 2009. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 5, n. 2, 2012.
- NIKBAKHT, Ehsan; GROPELLI, Angélico A. **Administração financeira**. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- NOSSA, Sylvania Neris; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2007.
- PARMENTER, David. Key performance indicators: how to introduce quality reporting procedures to your business. **Chatered Accountants Journal of New Zeland**. 1998
- PÓVOA, Angela Cristiane Santos; NAKAMURA, Wilson Toshio. Homogeneidade Versus heterogeneidade da estrutura de dívida: um estudo com dados em painel. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 19-32, 2014.
- PIMENTA JÚNIOR, Tabajara; HIGUCHI, Rene Hironobu. Variáveis macroeconômicas e o Ibovespa: um estudo da relação de causalidade. **Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 2, p. 296-315, 2008.
- PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz Trois Cunha. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, 1993.
- RAJAN, Raghuram G.; ZINGALES, Luigi. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. **The journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995.
- ROZEFF, Michael S. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. **Journal of financial Research**, v. 5, n. 3, p. 249-259, 1982.

- SCHERER, Luciano Marcio; MARTINS, Eliseu. Manutenção de capital e distribuição de dividendos. **Revista FAE**, v. 6, n. 2, p. 65-83, 2003.
- SILVA, Alexandre Oliveira; DANTAS, José Alves. Impacto da Política de Dividendos no Valor de Mercado das Instituições Financeiras no Brasil. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 5, n. 4, p. 43, 2015.
- SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- SILVA JÚNIOR, Cláudio Pilar; MACHADO, Marcio André. A Influência Da Política De Dividendos Sobre A Volatilidade Das Ações. **Revista de Contabilidade & Controladoria**, v. 7, n. 3, p. 8, 2015.
- SPIEGEL, Murray R. **Estatística**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 1993.
- TARZIÁN, Jorge. The emergence of world-class companies in Chile: Analysis of cases and a framework to assess integration decisions. **Journal of Business Research**, v. 66, n. 10, p. 1728-1735, 2013.
- TATIKONDA, Lakshmi U.; TATIKONDA, Rao J. We need dynamic performance measures. **Management Accounting-New York**, v 80, p. 49-53, 1998.
- TERRA, Paulo Renato Soares. Estrutura de capital e fatores macroeconômicos na América Latina. **Revista de Administração**, v. 42, n. 2, p. 192-204, 2007.
- VIANA JÚNIOR, Dante Baiardo Cavalcante PONTE, Vera Maria Rodrigues. Políticas de Dividendos: Um Estudo Comparativo entre Empresas Brasileiras e Norte-Americanas. **Revista Universo Contábil**, v. 12, n. 1, p. 25, 2016.
- WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira**. 2000.
- WORLD BANK. **World Development Indicators**. Disponível em: <<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>>. Acesso em 04 de dezembro de 2014.
- YANG, Ching-Chiao. The effect of environmental management on environmental performance and firm performance in Taiwanese maritime firms. **International Journal of Shipping and Transport Logistics**, v. 4, n. 4, p. 393-407, 2012.