

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

Maurício Leite

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Antonio Carlos Bambino

Universidade Regional de Blumenau - FURB

Nelson Hein

Universidade Regional de Blumenau - FURB

RESUMO

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico de empresas brasileiras e chilenas. Realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, por meio de pesquisa documental. O período analisado compreendeu os anos de 2009 a 2013, e os dados foram coletados na base de dados Thomson[®]. Nessa análise, 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 econômico (retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre os ativos, lucro líquido e lucro por ação) por meio da correlação canônica. De maneira geral 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.

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 algumas questões pendentes a serem feitas. Uma questão não resolvida é se a política influencia a política de investimento de dividendos, dessa forma, pagamento de dividendos não são distribuídos aleatoriamente entre as empresas (ROZEFF, 1982).

Segundo Procianny e Poli (1993), quando há o pagamento de dividendos, logo 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.

Quando a política de investimento de uma organização é mantida constante, a sua política de pagamento de dividendos não tem consequências para a riqueza dos acionistas. Pagamentos de dividendos mais elevados levam à menor lucros retidos e ganhos de capital, e vice-versa, deixando riqueza total dos acionistas inalterado. Dessa forma 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 (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER; VISHNY, 2000).

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).

Conforme Loss e Sarlo Neto (2003), diversas conjecturas têm sido articuladas por teóricos acerca de políticas de financiamento, em particular a 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.

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 como dividendo a parcela do lucro que exceder aquilo que for necessário reter para garantir a manutenção do capital 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. Além disso, 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.

Assaf Neto (2012) destaca a importância de uma análise com comparação temporal a fim de possibilitar o acompanhamento da evolução de indicadores a ocorrência é normalmente durante três a cinco anos. Dessa forma, o período analisado neste estudo compreendeu 5 anos, de 2009 a 2013.

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 REFERÊNCIAL 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 surgem a partir da década de 1950 em países desenvolvidos. 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 índice de pagamento de dividendos. Porém Fama (1974) contrapõe esta posição de que a política de investimento influências dividendo. 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 de dividendos, bem como o montante a ser distribuído. Os dividendos, além de representam os fluxos de caixa para os acionistas, contém 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”.

A política de dividendos é a decisão tomada pelos gestores em pagar dividendos ou a retenção dos lucros gerados. Segundo Procianoy 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 usar 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 consequentemente o custo de capital da empresa. Dessa forma, deve-se tentar manter o equilíbrio entre pagar um dividendo razoável aos acionistas a fim de manter a sua lealdade a organização reinvestir os lucros, para assim assegurar o futuro crescimento e maximizar o preço das ações da organização.

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, consequentemente, 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. Um 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 & 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 levado o efeito pela Ernest & Young Centers for Business Innovation, conforme apresentado por Low e Siesfeld (1998):

a) a maioria das decisões dos investidores são significativamente influenciadas por informações relativas ao desempenho não financeiro das empresas;

b) os analistas que se envolveram mais profundamente com os aspectos não financeiros foram os que produziram previsões mais acuradas sobre rendimentos na aplicação de recursos no mercado de capitais americano.

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).

Para Vaccari (2006), os sistemas de medição do desempenho econômico financeiro das empresas devem estar alinhados com suas estratégias, pois tais sistemas orientam o comportamento e performances das pessoas que compõem a organização.

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, Iudícibus (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.

Conforme Gil (2010), a pesquisa descritiva tem como objetivo da descrição de determinada população, fenômeno ou estabelecimento de relação entre variáveis. Esse aspecto é observado na discussão da relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico financeiro das organizações que compõe a amostra deste estudo.

Em relação aos procedimentos, este estudo se caracteriza como pesquisa documental por utilizar-se de informações constantes nas demonstrações contábeis das organizações. Segundo Cervo, Bervian e Silva (2007), a pesquisa documental busca explicar problemas baseados em referências teóricas oriundas de livros, artigos, dissertações e teses.

Quanto aos métodos, classifica-se como quantitativo, pois conforme Collins e Hussey (2005), esse método foca na mensuração de fenômenos, e para isso, utiliza-se coleta de dados numéricos e aplicação de cálculos estatístico.

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 possuem dados suficientes disponíveis na base de dados Thomson®. O Quadro 1 – Amostra das companhias utilizados na pesquisa, 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 Confeções 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
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). As variáveis utilizadas no estudo são apresentadas no Quadro 2 – Variáveis do Estudo.

Quadro 2 – Variáveis do estudo

Variáveis	Sigla	Descrição	Fórmulas
Independentes	DIP	Dividendos	Dividendos pagos no ano
	DPA	Dividendos pagos por ação	Dividendos pagos / Número de ações
	DIY	Dividend Yield	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. Além disso foram adicionadas variáveis macroeconômicas como PIB e inflação, bem como a variável Tamanho, representado pelo Ativo Total, como variáveis de controle. A inserção de variáveis macroeconômicas e institucionais 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”.

Para estabelecer o desempenho econômico das organizações do estudo, utilizou-se apenas nos indicadores rentabilidade. As variáveis escolhidas para a pesquisa, foram utilizadas por estudos anteriores para analisar o desempenho econômico. As principais bases de comparação adotado 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.

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. (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. Entretanto, conforme Fávero et al. (2009), o método apresenta limitações quanto ao tamanho da amostra. Quando a amostra é pequena, as correlações encobrem relações significativas, ou seja, apresentam correlações de variáveis que deveriam ser significantes como não significantes. Assim, sugere-se que a amostra apresente pelo menos dez observações para cada variável incluindo as explicativas e as dependentes.

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 – Variáveis do estudo no tópico três.

Primeiramente analisou-se a correlação canônica para o conjunto de empresas brasileiras, tendo os seus resultados apresentados na Tabela 1 - Correlação canônica para as empresas brasileiras. 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 0,05 (0,00). A segunda e a terceira combinações lineares também apresentaram significância menor que 5%. Dessa

forma, como a primeira combinação linear é a mais significativa, passou-se então à análise da mesma.

A 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, 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 Econômico	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 $0,0480634 * ROE - 0,395748 * ROA + 0,901659 * LL - 0,0380469 * LPA$; onde as variáveis primeiramente foram padronizadas subtraindo seus meios e dividindo por seus desvios-padrão. 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, a mesma forma aplicada às empresas brasileiras, analisou-se a correlação canônica para o conjunto de empresas chilenas, tendo os seus resultados apresentados na Tabela 3 - Correlação canônica para as empresas chilenas.

Tabela 3 – Correlação canônica para as empresas brasileiras

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 0,05 (0,00). A segunda e a terceira combinações lineares também apresentaram significância menor que 5%. Dessa forma, como a primeira combinação linear é a mais significativa, passou-se então à análise da mesma.

A 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, 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 Econômico	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 das organizações brasileiras, por meio da análise correlação, pode-se concluir que quanto maior for 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, enquanto maior será o retorno sobre o ativo e sobre o lucro por ação. Analisando as variáveis de controle, pode-se concluir que quanto maior o ativo das organizações, maior o PIB brasileiro 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 forma a empresa, maior é o retorno sobre o patrimônio líquido e o lucro líquido.

Já em relação a influência da política de dividendos no desempenho econômico das organizações chilenas, pode-se concluir 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 pode-se concluir de forma geral que, conforme a combinação linear para os modelos brasileiro e chilenos, as variáveis de política de dividendos possuem uma influência negativa sobre o desempenho econômico das organizações, assim como há uma forte influência das variáveis macroeconômicas sobre o desempenho econômico das organizações brasileiras e chilenas que compõe a amostra do estudo.

Os resultados encontrados nesses estudos são contrários 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.

Conforme Assaf Neto (1997), 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.

Em relação as variáveis macroeconômicas e institucionais utilizadas nesse estudo ajudam a explicar o comportamento do desempenho econômico conforme apresentado por Bastos, Nakamura e Basso (2009).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve por objetivo analisar a relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico 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 (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 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 contrários 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.

De acordo com o modelo de regressão linear que explica a correlação entre o conjunto de variáveis de política de dividendos e desempenho econômico 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.

Apesar de significativo, os resultados apresentam indicativos de que as empresas que pagam mais dividendos são menos eficientes dos que 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. 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 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.
- 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
- CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino; SILVA, Roberto da. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- DA SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil**. Revista de Administração Contemporânea, Curitiba, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008.
- DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A concentração do controle acionário ea 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.
- 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.
- 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.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2010
- GITMAN, L. 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., Josef 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. Assymmetric 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* 26.2 (1998) 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.
- NIKBAKHT, Ehsan; GROPELLI, Angélico A. *Administração financeira*. 2. Ed. São Paulo: Saraiva, 2006.
- NOSSA, Silvania 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. **Chartered Accountants Journal of New Zealand**. 1998
- 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.
- 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, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- SPIEGEL, Murray R. **Estatística**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 1993.
- TATIKONDA, Lakshmi U.; TATIKONDA, Rao J. We need dynamic performance measures. **Management Accounting-New York**, v 80, p. 49-53, 1998.
- VACCARI, Nelmar. **Proposta e Aplicação de um Modelo de Desdobramento da Estratégia com Base no Balanced Scorecard: o Caso de Uma Empresa de Transporte de Carga e Logística**. 2006. 195 f. Dissertação. (Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia) – Potifícia Universidade Católica do Rio Grande do Norte, Porto Alegre, 2006.
- 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.