

As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?

Autores:

SILVANIA NERIS NOSSA

(FUCAPE)

VALCEMIRO NOSSA

(FUCAPE)

ARIDELMO JOSÉ CAMPANHARO TEIXEIRA

(FUCAPE)

RESUMO

Objetiva-se com este estudo verificar se as empresas que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004 foram mais eficientes do que aquelas que não distribuíram, e ainda observar se o dividendo pago por ativo influencia o retorno sobre o ativo das empresas. A amostra de empresas foi abstraída da Base de Dados Econômica. Assim, partiu-se de uma base de dados com todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2004, com informações contábeis disponíveis para a elaboração de indicadores que foram inseridos na regressão múltipla. Com base na análise *cross-section* observou-se que a *dummy* não influencia ROA, na maioria dos períodos analisados, mas por meio do *Pooled*, verificou-se que a *dummy* influencia o ROA das empresas. A análise *cross-section* e no *pooled*, no que se refere aos valores dos dividendos distribuídos o ROA é explicado na maioria dos períodos. Foram observados ainda a Multicolinearidade e auto-correlação entre os resíduos e concluiu-se que não há multicolinearidade entre as variáveis explicativas, bem como auto-correlação entre os resíduos. Observou-se que as empresas que distribuem dividendos são mais eficientes e que o valor distribuído por ativo foi positivamente relacionado ao ROA.

1. INTRODUÇÃO

A Distribuição de dividendos vem sendo objeto de estudo na literatura por longa data como Lintner (1956) e Modigliani e Miller (1961) dentre outros estudaram o assunto. Diversos são os enfoques dados nos estudos, mas geralmente as investigações apresentadas na literatura buscam relacionar a distribuição de dividendos ao retorno anormal de ações de empresas que distribuem dividendos. Neste sentido, Hakanson (1982), Bruni *et al* (2003) e Castro e Freire (2005) ao testar a relevância da política de dividendos, verificaram relação positiva entre a distribuição de dividendos e o retorno anormal.

Neste estudo o retorno sobre o ativo (ROA) representa a eficiência, conforme Piotroski (2000), Gitman (2002), Matarazzo (2003) e Lopes e Galdi (2006). O fato de determinada empresa distribuir dividendos impacta na capacidade de investimento pelas empresas. No entanto, existem estudos que destacam o “efeito clientela” por parte dos

investidores, de modo a atrair a atenção dos investidores, e assim reduzir o custo de capital, e com isso, proporcionar condições para novos investimentos.

Diante do exposto surge a seguinte questão de pesquisa: as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas do que aquelas que não distribuem dividendos?

Objetiva-se verificar se as empresas que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004 foram mais eficientes do que aquelas que não distribuíram, e ainda observar se o dividendo pago por ativo influencia o retorno sobre o ativo das empresas.

Para responder à pergunta apresentada foram selecionados na Base de Dados Económica, as empresas que têm as variáveis para a elaboração do ROA, das empresas no período de 1996 a 2005. Dessas trabalhou-se com 1228 empresas para a elaboração do Pooled. Foram utilizadas a análise de regressão múltipla *cross-section* e ainda uma série-temporal, por meio de um *pooled*. Foi verificada ainda a existência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas e auto-correlação entre os resíduos. Observaram-se indícios de que as empresas que distribuíram dividendos foram mais lucrativas do que aquelas que não fizeram a distribuição. Verificou-se ainda que a variação de ROA é parcialmente explicada pelo dividendo.

3. REVISÃO DA LITERATURA

3.1. POR QUE UTILIZAR ROA PARA MEDIR A EFICIÊNCIA DAS EMPRESAS?

A utilização da ROA - Retorno sobre o Ativo como *proxy* para medir a eficiência lucrativa da empresa é justificada a partir dos trabalhos de Piotroski (2000), Gitman (2002), Matarazzo (2003) e Lopes e Galdi (2006), dentre outros autores. Para Gitman (2002, p. 123) o Retorno Sobre o Ativo “mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis. Quanto mais alta for essa taxa, melhor”.

Segundo Loss e Sarlo Neto (2003), a partir da prática de distribuição de dividendos pelas empresas é mais provável que os gestores ampliem a distribuição de dividendos cada vez mais do que assumirem a redução dos dividendos distribuídos.

A ampliação constante da distribuição de dividendos pode comprometer a gestão de ativos, para a geração de lucros futuros. Assim esse estudo se justifica no intuito de estudar o impacto da distribuição de dividendos no Retorno sobre ativo do ano subsequente.

3.2. O EFEITO DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

Neste tópico são apresentados estudos, nos quais foram observados os impactos da distribuição de dividendos.

Para Modigliani e Miller (1961) a distribuição de dividendos é irrelevante, ao considerar o mercado perfeito. Assim a questão tributária seria uma imperfeição do mercado. A estratégia de pagamento de dividendos foi destacada por Hakanson (1982) por ter impacto positivo nas ações das empresas que a praticam. No entanto, ele ressalta

que em casos de empresas que têm projetos com valor presente líquido - VPL positivo a distribuição de dividendos deve ser repensada, apesar do efeito clientela.

O efeito clientela é apresentado por Alen, Bernardo e Welsh (2000) como a influência que pode ser tributária. Assim, investidores altamente tributados não teriam interesse na distribuição de dividendos. Enquanto que aqueles acionistas relativamente pouco tributados seriam induzidos ao efeito “clientela”. Diante disto, para atender a investidores com interesses diferenciados, o mercado acionário teria empresas que distribuem dividendos e aquelas que não o fazem.

Pode-se destacar ainda um cenário em que o investidor não tem projeto para destinar os dividendos. Neste sentido o investidor iria buscar ações de empresas com projetos com VPL positivo, de modo a reinvestir e gerar ainda mais recursos para os acionistas no longo prazo. Por outro lado, existem aqueles investidores que preferem reduzir o custo de agência e manter o gestor com o mínimo de recursos disponíveis.

Alen, Bernardo e Welsh (2000) concluíram em sua pesquisa que é mais provável que investidores comprem ações de empresas que distribuem dividendos do que de empresas que não o fazem. Assim chamaram o interesse dos investidores por empresas que distribuem dividendos de “efeito clientela”.

John e Willians (1985), apresentaram os tributos como justificativa para o interesse dos investidores por empresas que distribuem dividendos. Na seqüência Alen, Bernardo e Welsh (2000) corroboraram no que se refere à questão tributária, mas concluíram que o interesse dos investidores por empresas que distribuem dividendos pode ser também devido à relação positiva das ações ao anúncio de distribuição de dividendos.

O enfoque na distribuição de dividendos a partir do trabalho de Lie (2000) se dá na redução dos custos de agência, de modo a reduzir o fluxo de caixa nas mãos do gestor. Isso contribuiria para que o gestor não tenha liberdade para gerenciar recursos em benefício próprio.

No Brasil, destacam-se os trabalhos de Bueno (2000), Abreu (2002), Bruni *et al* (2003), Loss e Sarlo Neto (2003) e Castro e Freire (2005). Loss e Sarlo Neto (2003) observaram que “as entidades elevam mais prontamente os dividendos do que o contrário”. Assim, quando os dividendos divulgados se apresentam acima da meta, estes são reduzidos e o oposto também ocorre, ou seja, quando os dividendos estão abaixo da meta, na seqüência são elevados, de modo a manter um equilíbrio.

No que se refere à utilização da distribuição de dividendos como mecanismo de redução do custo de agência, Loss e Sarlo Neto (2003) concluíram que no Brasil é relevante, mas em relação ao efeito clientela a partir da distribuição de dividendos, eles não verificaram relevância no período analisado.

Bruni *et al* (2003) concluíram que a distribuição de dividendos *yield* acima da média explicaram os retornos anormais cumulativos, de forma persistente. Por outro lado, Castro e Freire (2005) verificaram que ao explicar os lucros anormais pelos dividendos pagos por ação, os resultados apurados apresentavam um poder explicativo relevante, mas “quando as variáveis do modelo eram lucros anormais, explicados pelos dividendos *yield* e pelos *pay outs*, a mesma afirmação não é verdadeira”.

4. HIPÓTESES

As hipóteses a serem testadas neste estudo foram elaboradas com base na revisão da literatura. Assim, limitado à amostra descrita no tópico Metodologia é apresentada a hipótese a ser testada:

$$H_0: ROA_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot PTB_t + \beta_2 \cdot Div + \beta_3 \cdot Dumy_t + \varepsilon$$

5. Metodologia

Para a elaboração desta pesquisa, foram analisadas todas as empresas listadas na Bovespa com as informações: lucro líquido, ativo, preço da ação e patrimônio líquido. Diante disso as empresas que por ventura não tinham tais informações eram excluída da amostra. Foram excluídas também as empresas que não declararam se haviam ou não distribuído dividendos. Assim a amostra foi composta por 1228, ao longo do período de 1995 a 2004.

O indicador ROA, conforme Equação 1, representa a lucratividade das empresas a partir de determinado ativo. Para a elaboração do ROA, foram utilizadas as variáveis lucro líquido e Ativo.

$$ROA_{it} = \frac{LL_{it}}{A_{i,t-1}}$$

Equação 1: Cálculo do ROA

Fonte: Lopes (2006)

Onde:

LL_{it} = Lucro líquido da empresa i no período t

$A_{i,t-1}$ = Ativo da empresa i no período anterior

A utilização da prática de se dividir o lucro líquido pelo ativo do período anterior é sugerido por Brown *et al* (1999), como critério para controlar ou até mesmo eliminar o efeito escala entre as empresas. Piotroski (2000), Gitman (2002), Matarazzo (2003) e Lopes e Galdi (2006), defendem ROA como indicador de eficiência das empresas dado o ativo que têm para gerar o lucro líquido.

Devido ao fato de que na Bovespa há empresas com preços de ações e patrimônio líquido de diversos tamanhos, foi inserido um indicador como variável de controle na regressão, que é o *price-to-book*, decrito na Equação 2.

$$PTB_{it} = \frac{PA_{it}}{PL_{i,t-1}}$$

Equação 2: *Price-to-book*

Fonte: Lopes (2006)

Onde:

PTB_{it} = *Price-to-book* da empresa i no período t

PA_{it} = Preço da ação da empresa i no período t

$PL_{i,t-1}$ = Patrimônio líquido da empresa i no período anterior

Conforme Equação 3 foi utilizada a regressão múltipla para a análise *cross-section* e *pooled*, utilizando-se das variáveis explicada ROA e das variáveis explicativas: *price-to-book* (variável de controle), o valor do dividendo distribuído dividido pelo ativo do início do período, e *Dummy* para diferenciar as empresas que distribuíram dividendos das que não distribuíram. Assim assumiu-se um (1) para as empresas que distribuíram dividendos e zero (0) para as que não distribuíram dividendos.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 \cdot PTB_{it} + \beta_2 \cdot Div + \beta_3 \cdot Dummy_{it} + \varepsilon$$

Equação 3: Equação da Regressão múltipla para explicar ROA

Fonte: elaborado pelos autores

Diante do exposto foram selecionadas na Base de dados da Economática, as empresas mais líquidas listadas na Bovespa, no período de 1995 a 2004. Optou-se pelas empresas mais líquidas, uma vez que aquelas empresas com ações que não têm liquidez, poderiam influenciar a média da amostra para o cálculo do *price-to-book*.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O Objetivo deste estudo foi verificar se as empresas que distribuíram dividendos, no período de 1995 a 2004, são mais eficientes do que aquelas que não distribuíram dividendos. A partir de regressão múltipla fez-se uma análise *cross-section* para cada período de 1995 a 2004 e ainda fez-se uma outra análise a partir de um *pooled* para o período de 1995 a 2004. Assim são apresentados os resultados observados.

Em 1999 ocorreu o menor percentual de distribuição de dividendos dentre todo o período analisado, ou seja, 69% das empresas, possivelmente ligado à desvalorização do dólar, que ocorreu nesse período. Por outro lado o percentual máximo de empresas distribuindo dividendos ocorreu em 1997 com 82% das empresas com informações disponíveis na Base de Dados Economática. Dentre as empresas com todas as variáveis utilizadas neste estudo, com dados disponíveis na Economática, desde 2000

até 2004, o percentual de empresas que distribuíram dividendos tem mantido uma oscilação entre 70% e 73% (Figura 1).

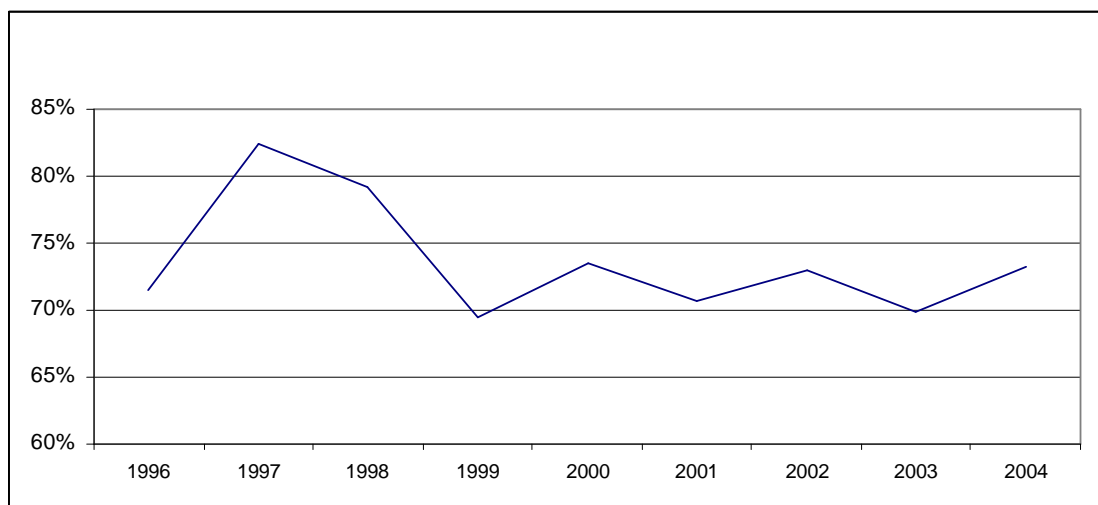


Figura 1: Empresas listadas na Bovespa que distribuíram dividendos 1994 a 2004.

Fonte: elaborado pelos autores

Em 1996 ao nível de significância de 5%, observou-se que o retorno sobre o ativo tem relação inversa com a *dummy* distribuição de dividendos, ou seja, as empresas que distribuíram dividendos no período analisado atingiram em média, ROA_{1997} inferior às empresas que não distribuíram dividendos. Por outro lado, o valor distribuído por ativo tem relação positiva com o retorno sobre o ativo. As variáveis apresentadas explicam 91% da variação da ROA_{1997} (Tabela 1).

A multicolinearidade e a auto-correlação entre os resíduos foram verificados, por meio do VIF e DW, respectivamente, conforme Tabela 3. Observou-se por meio do VIF que não há multicolinearidade e por meio do DW verificou-se que não há auto-correlação entre os resíduos.

Ao analisar as informações disponíveis referentes a 1997, verificou-se ao nível de 1% que os dividendos distribuídos influenciam positivamente em 57% o ROA_{1998} , mas para a *dummy* dividendos, não houve relação com o ROA_{1998} (Tabela 1). Conforme Tabela 3, não há multicolinearidade e nem auto-correlação entre os resíduos no período de 1997.

Em 1998, a *dummy* não explica ROA_{1999} , mas o valor dos dividendos distribuídos, explicam positivamente 38% variação de ROA_{1999} ao nível de significância de 1%. Na Tabela 3 pode-se observar que não há multicolinearidade, mas há auto-correlação entre os resíduos.

Ao analisar o período de 1999 (Tabela 1) verifica-se que *dummy* dividendos não explica a variação de ROA_{2000} , mas os dividendos pagos estão positivamente relacionados ao ROA, e explicam 4% da variação de ROA_{2000} , ao nível de 1% de significância. Verificou-se que não há multicolinearidade, mas há auto-correlação entre os resíduos (Tabela 3).

Tabela 1: Resultados da regressão múltipla anualmente de 1996 a 2004

<i>Cross section</i>	Período	F de significação	Variáveis Explicativas	Valor P	Coefficientes	R2 ajustado
	1996	1,15E-17	Interseção	0,0629	0,1149	0,9195
			Dummy Dividendos	0,0206	-0,1631	
			Dividendendos distribuídos	0,0000	3,9958	
			Price to book	0,5589	-973,87	
	1997	8,59E-17	Interseção	0,4118	0,07372	0,5756
			Dummy Dividendos	0,7550	-0,0296	
			Dividendendos distribuídos	0,0000	1,4419	
			Price to book	0,0470	-1493,8595	
	1998	7,83E-13	Interseção	0,9752	-0,0028	0,3866
Dummy Dividendos			0,9558	-0,0056		
Dividendendos distribuídos			0,0000	0,8283		
Price to book			0,9330	103,0594		
1999	0,0104588	Interseção	0,3765	0,0949	0,0487	
		Dummy Dividendos	0,3473	0,1180		
		Dividendendos distribuídos	0,0025	0,4622		
		Price to book	0,6925	-155,2355		
2000	1,71E-23	Interseção	0,8954	0,0144	0,4881	
		Dummy Dividendos	0,4538	0,0966		
		Dividendendos distribuídos	0,0000	0,8704		
		Price to book	0,4861	-657,2325		
2001	1,27E-21	Interseção	0,4246	-0,0515	0,4490	
		Dummy Dividendos	0,2417	0,0875		
		Dividendendos distribuídos	0,0000	0,5045		
		Price to book	0,9313	80,5984		
2002	6,17E-17	Interseção	0,0977	0,1081	0,4096	
		Dummy Dividendos	0,7762	0,0212		
		Dividendendos distribuídos	0,0000	0,6600		
		Price to book	0,2002	-2461,9489		
2003	6,61E-19	Interseção	0,0579	0,1060	0,4066	
		Dummy Dividendos	0,8392	0,0135		
		Dividendendos distribuídos	0,0000	1,1141		
		Price to book	0,4211	-262,1616		
2004	2,40E-14	Interseção	0,5403	0,0334	0,3141	
		Dummy Dividendos	0,0773	0,1109		
		Dividendendos distribuídos	0,0000	0,7486		
		Price to book	0,3862	-247,5629		

Fonte: elaborado pelos autores

Em 2000, verificou-se (Tabela 1), que os dividendos distribuídos explicam positivamente 48% da variação do ROA₂₀₀₁, ao nível de significância de 1%. Conforme Tabela 3, não há multicolinearidade e auto-correlação entre os resíduos.

Ao nível de 1% os dividendos distribuídos em 2001 explicam positivamente 44% da variação do ROA₂₀₀₂. Na Tabela 3, pode-se verificar que não há multicolinearidade, mas há auto-correlação entre os resíduos.

A partir da análise da Tabela 1, pode-se afirmar que 40% da variação de ROA₂₀₀₃ se explica pelos dividendos distribuídos em 2002, ao nível de significância de 1% (Tabela 1). Na Tabela 3 são apresentados indícios de que não há multicolinearidade entre as variáveis explicativas e nem auto-correlação entre os resíduos.

Conforme Tabela 1 verifica-se que ROA₂₀₀₄ é explicada em 31% pelos dividendos distribuídos ao nível de significância de 1%. Observou-se ainda por meio da Tabela 3, que não há multicolinearidade e nem auto-correlação entre os resíduos.

Tabela 2: Resultados da regressão múltipla *pooled* (1996 - 2004)

	F de significação.	Período	Variáveis Explicativas	Valor P	Coefficientes	R2 ajustado
<i>Pooled</i>	1,78E-111	1996 a 2004	Interseção	0,1237	0,0449	0,3422
			Dummy Dividendos	0,0000	0,7198	
			Dividendos distribuídos	0,0687	0,0613	
			Price to book	0,2429	-214,4143	

Fonte: elaborado pelos autores

Ao analisar a Tabela 2, pode-se concluir a partir do *Pooled* 1996 a 2004, ao nível de significância de 1%, que *dummy* distribuição de dividendos está influenciando positivamente a variação do ROA. Ao nível de significância de 10% o valor dos dividendos distribuídos explicam o ROA das empresas. O R² apresentado na Tabela 2 indica que 34% da variação do ROA é explicado pelas variáveis *dummy* dividendos e dividendos distribuídos por ativo.

Na Tabela 3 são apresentados indícios de que não há multicolinearidade e nem auto-correlação entre os resíduos.

Tabela 3: Multicolinearidade e heterocedasticidade 1996 a 2004

	Período da análise de Regressão	Amostra	Variáveis explicativas	FIV	D_W
<i>Cross-section</i>	1996	35	Dummy Dividendos	1,0763	1,3152
			Dividendos distribuídos	1,0398	
			Price to book	1,0514	
	1997	91	Dummy Dividendos	1,0833	1,3828
			Dividendos distribuídos	1,0179	
			Price to book	1,0904	
1998	119	Dummy Dividendos	1,0141	2,3084	
		Dividendos distribuídos	1,0157		

			Price to book	1,0068	
			Dummy Dividendos	1,0403	
			Dividendos distribuídos	1,0145	
1999	169		Price to book	1,0284	2,0555
			Dummy Dividendos	1,01	
			Dividendos distribuídos	1,0207	
2000	162		Price to book	1,0245	1,8619
			Dummy Dividendos	1,0212	
			Dividendos distribuídos	1,0179	
2001	167		Price to book	1,0093	2,2103
			Dummy Dividendos	1,019	
			Dividendos distribuídos	1,022	
2002	147		Price to book	1,022	1,7818
			Dummy Dividendos	1,0212	
			Dividendos distribuídos	1,0241	
2003	166		Price to book	1,0047	1,5147
			Dummy Dividendos	1,0143	
			Dividendos distribuídos	1,0158	
2004	172		Price to book	1,0029	1,5767
Pooled	1996 a 2004	1228	Dummy Dividendos	1,0155	1,4441

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo se propõe a analisar as empresas listadas na Bovespa, com informações disponíveis na Base de Dados Econômica, no período de 1996 a 2004, no intuito de verificar se as empresas que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004 são mais eficientes do que aquelas que não distribuíram dividendos. Na seqüência verificar se o dividendo pago por ativo influencia o retorno sobre o ativo das empresas.

Por meio da análise *cross-section*, observou-se que a *dummy* não influencia ROA, na maioria dos períodos analisados, mas por meio do *Pooled*, verificou-se que a *dummy* influencia o ROA das empresas.

A análise *cross-section* indica que o ROA é explicado na maioria dos períodos positivamente ao nível de significância de 1% pela variável dividendos distribuídos por ativo. No *pooled*, verificou-se a afirmação de que o ROA é influenciado positivamente pelos dividendos distribuídos por ativo, ao nível de 10% de significância.

No que se refere a multicolinearidade, verificou-se por meio da análise *cross-section*, e *pooled* que não há multicolinearidade entre as variáveis explicativas. Verificou-se que há auto-correlação entre os resíduos em três dos nove períodos analisados, via *cross-section*, mas por meio do *pooled*, a auto-correlação entre os resíduos não existe.

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.

Uma limitação deste estudo está relacionado ao tamanho da amostra, uma vez que muitas empresas foram excluídas por não ter todos os dados utilizados como *proxy* disponíveis. Outra limitação se refere à auto-correlação entre os resíduos que apesar de ter ocorrido em um terço dos períodos analisados, pode comprometer os resultados.

Sugere-se que em pesquisas futuras sejam testadas também a estratégia de recompra de ações como variável explicativa para a ROA e ainda que seja comparado ao poder de explicação da política de dividendos para ROA.

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 pago explica ROA tanto na análise *cross-section*, quanto na análise por meio de *pooled*.

REFERÊNCIAS

- ABREU, A.F. As preposições de Modigliani e Miller e a tributação brasileira. **Anais. XXVI ENANPAD**. Salvador. Set. 2002.
- ALEN, F.; BERNARDO, A.E; WELSH, I. A theory of dividends based on tax clienteles. **The Journal of Finance**, v. 55 n° 6. 2000. p.2499-2536.
- BROWN, S.; LO, K.; LYS, T. Use of R2 in accounting research: measuring changes in values relevance over the last four decades. **Jounal of Accounting and Economics**. V. 28, p. 83-115, 1999.
- BRUNI, A.L.; GAMA, A.; FAMÁ, R.; FIRMINO, A. L.G. O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. **Anais. Congresso USP**. 2003. São Paulo.
- BUENO, A.F. Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras. Dissertação. Mestrado em Ciências Contábeis. São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo. 2000.
- CASTRO, M.L.; FREIRE, H. V. L. A relação entre lucros anormais e dividendos: um estudo empírico das empresas com ações na Bovespa. **Anais. Congresso USP**. 2005. São Paulo.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. The cross section of expectec stock returns. **The Journal of Finance**, v. 47 n° 2. Jun. 1992. p.427-465.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7.ed. São Paulo Harbra, 2002.
- HAKANSON; N.H. To pay or not to pay dividends. **The Journal of Finance** v. 37 n. 2, mai 1982. p.417-428.
- JOHN, K. ; WILLIANS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **Journal of Finance** 40.1985. p. 1053-1070.
- LA PORTA, R. Expectations and the cross-section of stock returns. **The Journal of Finance** n. 51, Dec 1996. p.1715-1742.

LIE, Erik. Excess funds and agency problems: an empirical study of incremental cash distributions. **The Review of Financial Studies**. v. 13 n° 1. 2000. p. 219-247.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **The American Economic Review**. V. 46. p. 97-103, mai. 1956.

LOPES, Alessandro Broedel; GALDI, Fernando Caio. Financial Statement Analysis also separate Winners from Losers in Brazil. **Anais**. Seminário de pesquisa economica da EFGE – FGV, Realizado na USP. SP. 2006.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática é relevante? *Revista Contabilidade e Finanças*. n. 53 out 2003.

MATARAZZO, D.C. **Análise Financeira de Balanços**. 6.ed. São Paulo, Atlas, 2003.

MODIGLIANI, Franco; MILLERS, Merton; “Dividend policy, growth and the valuation of shares”. **Journal of Business**, 34, 1961. p. 411-433.

PIOTROSKI, Joseph D. Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers. **Jornal of Accounting Research**. Vol 38. 2000. p.1 - 41.