

POLÍTICA DE DIVIDENDOS E DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: UM ESTUDO NAS COMPANHIAS DO ESTADO DE MINAS GERAIS

DIVIDEND POLICY AND ECONOMIC-FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY IN MINAS GERAIS STATE COMPANIES

O artigo foi aprovado e publicado nos anais do XXXVIII Encontro Nacional de Engenharia de Produção (ENEGEP), realizado de 16 a 19 de outubro de 2018, em Maceió (AL).

RESUMO

A relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro das organizações permite analisar aspectos relevantes quanto às características dos mercados. Considerando que o desenvolvimento nacional envolve a compreensão das diferenças regionais, este artigo teve como objetivo analisar essa relação, entre política de dividendos e desempenho econômico-financeiro, para as companhias listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3) e sediadas no estado de Minas Gerais. Utilizou-se a base de dados Economatica para a obtenção do grupo de variáveis *proxy* da política de dividendos (dividendos pagos, dividendos pagos por ação e *dividend yield*), do desempenho econômico-financeiro (ROA, ROE, lucro líquido, lucro por ação e liquidez) e de controle (ativo total). Aplicou-se a correlação canônica para a verificação das associações. Os resultados demonstraram que, de 2010 a 2017, a política de dividendos das companhias analisadas correlacionou-se de modo positivo com as variáveis *proxy* do desempenho econômico-financeiro, exceto com a liquidez. As associações mais fortes obtidas foram entre os dividendos pagos e as variáveis lucro líquido e ativo total, sugerindo-se, assim, que a distribuição de dividendos é fator de interesse nessas companhias, contrariando a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. O modelo proposto apresentou margem de redundância total de 0,3124, indicando que as variáveis independentes utilizadas explicam 31,24% da variância média das variáveis utilizadas como *proxy* da política de dividendos. A presente pesquisa apresentou informações relevantes quanto às características das empresas de uma importante região econômica e forneceu subsídios para o desenvolvimento de futuras pesquisas que avancem nas análises desenvolvidas – sob uma ótica regional.

Palavras-chave: Política de dividendos. Desempenho. Minas Gerais. Correlação Canônica. Regionalidade.

ABSTRACT

The relationship between the dividend policy and the economic-financial performance of the organizations allows us to analyze aspects relevant to the characteristics of the markets. Considering that national development involves the understanding of regional differences, this article aimed to analyze this relationship between dividend policy and economic and financial performance for companies listed on the Brazilian Stock Exchange (B3) and headquartered in the state of Minas Gerais. We used the Economatica database to obtain the group of proxy variables for dividend policy (dividends paid, dividends paid per share and dividend yield), economic-financial performance (ROA, ROE, net income, earnings per share and liquidity) and control (total assets). The canonical correlation was applied to verify the associations. The results showed that, from 2010 to 2017, the dividend policy of the companies analyzed correlated positively with the proxy variables of economic-financial performance, except for liquidity. The strongest associations obtained were between the dividends paid and the variables net profit and total assets, thus suggesting that the distribution of dividends is an interest factor in these companies, contrary to the Theory of Dividend Irrelevance. The proposed model presented a total redundancy margin of 0.3124, indicating that the independent variables used explain 31.24% of the average variance of the variables used as proxy for dividend policy. The present research presented relevant information about the characteristics of the companies of an important economic region and provided subsidies for the development of future research that advances in the analyzes developed - from a regional perspective.

Keywords: Dividend policy. Performance. Minas Gerais. Canonical Correlation. Regionality.

Altieres Frances Silva

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Mestre em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Especialista em Contabilidade Pública pelo Centro Universitário Internacional (UNINTER). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Atua como Técnico-Administrativo em Educação na Universidade Federal de Uberlândia. Contato: Av. João Naves de Ávila, 2121, sala 1f-240. CEP 38400-902 - Uberlândia/MG. E-mail: altieresf@gmail.com

Guilherme Freitas Cardoso

Mestre em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Graduado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Atua como docente do Instituto de Ciências Agrárias da Universidade Federal de Minas Gerais (ICA-UFMG). Contato: Rua Santa Terezinha, 544, CEP 39400-116 - Montes Claros/MG. E-mail: guilhermefc05@gmail.com

Rainer Silva de Oliveira

Mestrando em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Especialista em Finanças e Estratégias Empresariais pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Graduado em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Contato: Av. João Naves de Ávila, 2121, sala 1F216. CEP 38400-902 - Uberlândia/MG. E-mail: admrainer@yahoo.com.br

Kárem Cristina de Sousa Ribeiro

Doutora em Administração pela Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Administração pela Universidade de São Paulo (USP). Graduada em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Atua como docente da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia (UFU). Contato: Av. João Naves de Ávila, 2121, sala 1F216. CEP 38400-902 - Uberlândia/MG. E-mail: kribeiro@ufu.br

1. INTRODUÇÃO

O impacto da distribuição de dividendos e as políticas utilizadas pelas companhias para esse fim produzem impactos internos e externos, podendo gerar benefícios ou prejuízos às organizações a depender de como conduzem a temática. Os estudos sobre política de dividendos têm lacunas a serem respondidas e, aquelas já preenchidas, muitas vezes possuem resultados divergentes, ampliando ainda mais a necessidade de pesquisas nessa área.

Essa política, que trata das decisões referentes a retenção ou distribuição dos lucros, liga-se de modo direto às estratégias de financiamento e investimento das empresas (Fonteles, Júnior, Vasconcelos & Luca, 2013; Rabelo, Ponte, Viana Junior & Domingos, 2017). Dentre as possíveis consequências de uma má gestão dos resultados está a descapitalização. Martins (2006) define esse termo como um risco advindo de um dimensionamento inadequado, e não criterioso, da distribuição dos lucros. Logo, a preocupação com a manutenção dos capitais físico e monetário da empresa é outro fator que permeia a distribuição dos resultados.

Alguns estudos analisaram os fatores que influenciam a política de dividendos. Gugler (2003), por exemplo, concluiu que a estrutura de controle e propriedade gera influência, bem como constatou diferenças entre aquelas empresas controladas pelo Estado e aquelas com controle familiar. Denis e Osobov (2008), por sua vez, identificaram que uma maior disposição ao pagamento de dividendos está relacionada ao tamanho da empresa, à lucratividade, e às oportunidades de crescimento.

No cenário brasileiro, Forti, Peixoto e Alves (2015) objetivaram identificar os fatores que influenciam o pagamento de dividendos utilizando variáveis como o retorno sobre o ativo (ROA), o *Market to Book* e a liquidez. Rabelo et al. (2017) analisaram a possibilidade de considerar a distribuição de dividendos como um sinal do desempenho futuro das companhias, utilizando como variáveis dependentes o lucro líquido e o EBITDA.

Nota-se, portanto, a existência na literatura de pesquisas que relacionam a política de dividendos com o desempenho econômico-financeiro das organizações, o que é confirmado, além dos trabalhos mencionados, por outros que também trataram dessas associações (Almeida, Pereira, & Tavares, 2015; Kaźmierska-Jóźwiak, 2015; Silva, Nardi, & Tonani, 2016; Leite, Bambino, & Hein, 2017).

Considerando-se épocas de crise e recessão econômicas, como a vivenciada pelo Brasil a partir de 2008, a política de dividendos deve ser criteriosamente evidenciada. Nogueira e Gaio (2014) ao analisar o mercado brasileiro, e comparando-o ao período anterior e posterior à chamada crise dos *subprime*, concluíram que os indicadores verificados, dentre eles o *dividend yield*, sofreram pouca variação, apontando para a manutenção da estrutura financeira e contábil. Em países com territórios extensos, como o brasileiro, e com forte diversidade cultural e geográfica, o contexto de uma crise econômica tende a diferenciar ainda mais as regiões – sendo esse um problema, caso se objetive um desenvolvimento nacional integrado.

Como exemplo dessa diferenciação dentro de um mesmo país, citam-se os estados de Goiás e Minas Gerais. Ligados por laços históricos, culturais e geográficos, encontram-se em diferentes patamares de desenvolvimento econômico. Enquanto Minas Gerais foi responsável pela terceira maior participação no PIB brasileiro em 2015 (8,7%), Goiás foi o nono lugar, com 2,9% de participação. Além disso, Minas possui 24 companhias ativas listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3), enquanto Goiás possui apenas duas. Contudo, São Paulo e parte de Minas Gerais também possuem fortes ligações, mas as discrepâncias econômicas são ainda maiores: 32,4% contra 8,7% de participação no PIB e 131 contra 24 empresas ativas na bolsa de valores (Portal da Indústria, 2018).

Nesse sentido, analisar aspectos concernentes ao estado de Minas Gerais pode fornecer informações relevantes que possibilitem o desenvolvimento de suas potencialidades. De acordo com dados do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2019), esse é o estado com maior participação no valor adicionado bruto da pecuária e da produção florestal e, após São Paulo, é o estado com maior participação na indústria de transformação e no comércio e reparação de veículos. Ademais, posiciona-se entre os cinco primeiros lugares em relação a outras atividades econômicas, como agricultura, construção, comunicação, transporte e atividades imobiliárias. Nas palavras de França, Mantovaneli Júnior e Sampaio (2012, p.113), entendendo-se o espaço habitado “é possível alcançar o desenvolvimento baseando suas ações em modelos regionais que dão identidade a esse processo”. Portanto, entender as especificidades de uma região pode contribuir para o processo de desenvolvimento regional e a consolidação de uma identidade que fortaleça a economia como um todo. Assim, torna-se relevante o desenvolvimento de análises que tenham como foco um estado brasileiro que se destaca em diversos segmentos econômicos, mas que ainda possui poucas companhias no mercado de capitais.

Desse modo, considerando-se a importância da política de dividendos e do papel desempenhado por Minas Gerais para economia brasileira, a questão a ser respondida neste artigo é: *de que modo a política de dividendos se relaciona com o desempenho econômico-financeiro nas empresas brasileiras sediadas no estado de Minas Gerais e listadas na bolsa de valores do Brasil (B3)?* Com isso, objetiva-se verificar qual associação existe entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras listadas na B3 e sediadas em Minas Gerais. Para atingir esse objetivo, aplicou-se a correlação canônica para verificar as possíveis associações.

O presente estudo contribui com as pesquisas relacionadas à política de distribuição de dividendos e desempenho econômico-financeiro. Ademais, considerando-se que os investidores são motrizes do mercado de capitais e dada as discussões sobre a relevância da política de dividendos na decisão de investimento, os resultados obtidos neste estudo fornecem informações úteis aos investidores e às companhias. Esta pesquisa leva também ao entendimento da região selecionada – Minas Gerais – em relação ao tema abordado. A compreensão de características do mercado de capitais

que possam ser tidas como regionais, fornece subsídios tanto para o desenvolvimento econômico regional como para o próprio mercado nacional.

A importância da consciência sobre a associação entre o desenvolvimento e o espaço territorial foi observada por Oliveira (2003, p.52), para o qual “o ponto de partida para se alcançar o desenvolvimento é a sensibilização a respeito da dimensão regional”. Assim, o entendimento das especificidades locais e regionais e uma correspondente estruturação econômica e cultural que leve em conta essas características, possibilita a criação de mercados competitivos que contribuem significativamente para o mercado nacional.

Além desta introdução, o artigo subdivide-se em quatro outras seções. A seção seguinte apresenta o referencial teórico, o qual tratará da política de dividendos e da relação entre esta e o desempenho econômico-financeiro. Na terceira seção consta a metodologia, seguida da análise dos resultados, na quarta seção, e das considerações finais, na quinta seção.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção é apresentada a literatura que trata, primeiramente, da política de dividendos e, em seguida, de sua relação com o desempenho econômico-financeiro das empresas.

2.1. Política de dividendos

A política de dividendos refere-se, basicamente, à escolha da destinação do lucro líquido, o qual pode ser retido para reinvestimento na companhia ou distribuído aos acionistas, caracterizando-se como uma decisão de financiamento (Assaf Neto, 2010). Na decisão pela distribuição dos lucros, avalia-se desde as oportunidades de investimento ao perfil dos acionistas. A complexidade da decisão aborda ainda a cautela para garantir a manutenção do capital físico e monetário, sob o risco de descapitalização da empresa (Martins, 2006). A opção por distribuir ou não dividendos e os fatores determinantes dessa decisão têm sido objeto de estudos. Algumas das principais teorias são as que debatem a relevância ou não dos dividendos para os acionistas.

Após concluir que os acionistas preferem estabilidade na distribuição dos lucros, Lintner (1956) afirmou que os dividendos possuem relevância. Segundo ele, os gestores compartilham tal preferência, optando por obter capital de terceiros a reduzir os dividendos. Na contramão dessa proposição, Miller e Modigliani (1961) estabeleceram a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, em que, considerando-se um mercado perfeito, o valor de mercado da empresa é definido pelos investimentos realizados, e não pelos lucros distribuídos. Com isso, a distribuição dos lucros é indiferente aos acionistas.

Dessas duas vertentes surgiram diversas teorias objetivando identificar os aspectos que influenciam a política de dividendos ou o impacto que causam aos acionistas. Pode-se citar, dentre elas, a Teoria do Pássaro na Mão (Gordon & Shapiro, 1956), que prega a preferência do acionista pelo resultado corrente e pelo recebimento antecipado dos dividendos, a Teoria da Sinalização (Miller & Rock, 1985), que propõe a política de dividendos como sinalizadora da expectativa dos resultados futuros – o que geraria, no presente, impacto na cotação das ações, a Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976), em que a política de dividendos pode ser utilizada para reduzir eventuais conflitos de agência entre os diferentes acionistas, e, na área das finanças comportamentais, a Teoria do Catering (Baker & Wurgler, 2004), que associa as políticas de dividendos aos sentimentos dos investidores. Além disso, estudos relevantes foram desenvolvidos a fim de compreender o comportamento das companhias quanto à distribuição de dividendos ao longo das décadas. Nesse sentido, Fama e French (2001) identificaram uma queda de aproximadamente 40% no pagamento de dividendos entre 1978 e 1999 para as companhias listadas na NYSE, AMEX e NASDAQ.

No Brasil, a Lei nº 6.404/76 estabelece que cabe ao estatuto da companhia a definição da parcela do lucro a ser distribuída como dividendos. Se o estatuto for omissivo, a lei prevê a distribuição de metade do lucro líquido do exercício e, no caso de deliberação da assembleia para o saneamento da omissão, a distribuição mínima não poderá ser inferior a 25%.

De acordo com a legislação, as ações podem ser ordinárias ou preferenciais. A principal diferença é que estas têm prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso do capital em detrimento do direito ao voto nas assembleias (Brasil, 1976). Desde 1995, não incide tributação sobre os dividendos e há a previsão na legislação da figura dos juros sobre o capital próprio, uma outra forma de distribuição de lucros. Esses juros são dedutíveis no cálculo da tributação sobre o lucro da empresa e são tributados no recebimento pelos acionistas (Brasil, 1995).

Considerando-se que a política de dividendos pode ser entendida como uma forma estratégica de financiamento e investimento (Fonteles et al., 2013; Rabelo et al., 2017), por meio de sua análise pode-se identificar decisões relacionadas, por exemplo, à “estrutura de capital, o apreçamento dos ativos e o seu orçamento de capital, além de possibilitar um novo olhar sobre as finanças corporativas” (Forti et al., 2015).

2.2. Desempenho econômico-financeiro e a política de dividendos

O desempenho econômico e financeiro das organizações é mensurado com o auxílio de relatórios e demonstrativos financeiros e contábeis, os quais geram informações úteis aos *stakeholders*. Por meio desses documentos, que se baseiam em informações passadas, é possível analisar se o desempenho ocorreu conforme o planejado, bem como possibilita conhecer a rentabilidade, a lucratividade e a estrutura das empresas. As informações geradas permitem, ainda, a estimativa do desempenho futuro, o que auxilia na tomada de decisão (Assaf Neto, 2010).

Dentre os estudos que analisaram a associação entre política de dividendos e desempenho econômico-financeiro, Almeida, Pereira e Tavares (2015), objetivando identificar os determinantes da política de dividendos no mercado português no período de 1997 a 2011, utilizaram o método da regressão linear múltipla. Os resultados obtidos apontaram que quanto maior o tamanho, a rentabilidade e o lucro líquido por ação, maior a tendência para pagamento de dividendos, estando aquele mercado alinhado a teorias que defendem a relevância dos dividendos. Na contramão, identificaram uma relação negativa com o nível de endividamento.

Com o mesmo objetivo, porém analisando o mercado brasileiro, Forti et al. (2015) utilizaram como método econométrico o Tobit e o *Generalized Method of Moments* (GMM), para o período de 1995 a 2011. Os resultados mostraram que o tamanho da empresa, o retorno sobre o ativo (ROA), o *Market to Book*, a liquidez e o crescimento dos lucros impactaram de modo significativo e positivo na propensão de se distribuir dividendos. Por outro lado, os indicadores alavancagem, liquidez elevada ao quadrado, Capex, beta e *tag along* 100% produziram efeito contrário.

Rabelo et al. (2017) optaram por investigar a relação da política de dividendos e o desempenho futuro nas empresas listadas na, até então, BM&FBovespa, no intervalo de 2003 a 2014. A partir de uma análise de regressão com dados em painel, concluíram que o lucro líquido e o EBTIDA, utilizados como variável dependente (*proxy* para desempenho futuro), não contiveram indícios de conteúdo informacional da política de dividendos.

Por sua vez, Leite et al. (2017) estudaram a relação entre política de dividendos e desempenho econômico-financeiro no mercado brasileiro e chileno, de modo comparativo, no período de 2009 a 2013. Por meio da análise de correlações canônicas, identificaram que, no mercado brasileiro, a política de dividendos associou-se positivamente ao lucro líquido e ao retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e negativamente ao ROA e ao lucro líquido por ação. Já no mercado chileno, a associação foi positiva para o lucro líquido e o lucro líquido por ação e negativa tanto para o ROE quanto para o ROA.

O Quadro 1 apresenta outros estudos os quais, em sua maioria, objetivaram identificar os fatores determinantes da distribuição de dividendos em diferentes mercados:

Quadro 1 - Estudos anteriores sobre fatores relacionados à política de dividendos

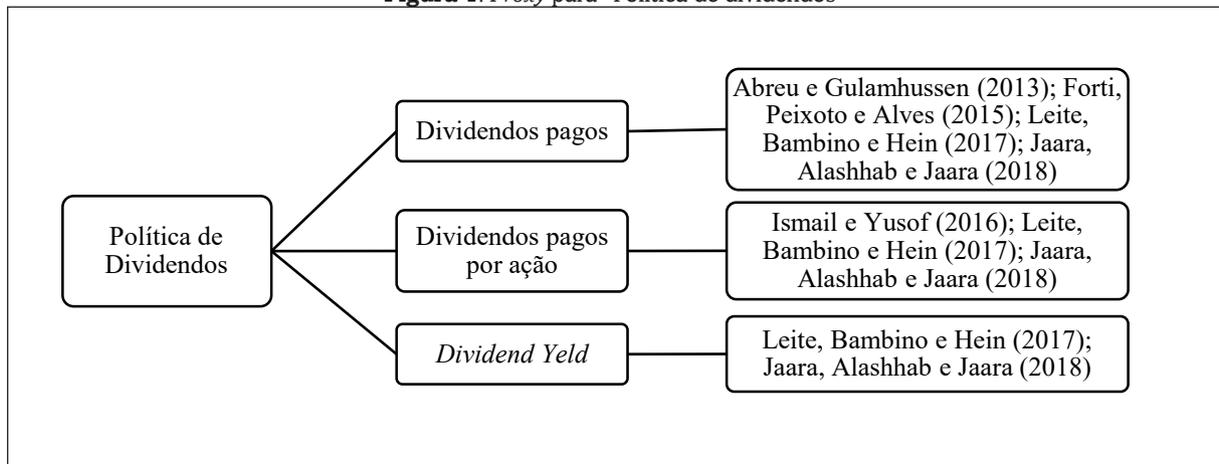
Autores	País	Período	Objetivo	Principais resultados
Abreu e Gulamhussen (2013)	EUA	2007 a 2009	Analisar o pagamento de dividendos dos bancos antes, durante e após a crise de 2008.	O pagamento de dividendos foi influenciado pelo contexto macroeconômico. As características formuladas por Fama e French (2001), o custo de agência e a Teoria da Sinalização foram suportadas pelos resultados obtidos.
Alzomaia e Al-Khadhiri (2013)	Arábia Saudita	2003 a 2010	Identificar variáveis determinantes da política de dividendos das companhias listadas na bolsa TASI.	Foram positivamente relacionadas à política de dividendos as variáveis lucro por ação e dividendos por ação do ano anterior.
Kazmierska-Józwiak (2015)	Polônia	2000 a 2012	Verificar os fatores que impactam na decisão de pagar dividendos	Apenas o ROE e a alavancagem foram significativos, relacionando-se negativamente ao índice de pagamento de dividendos.
Jabbouri (2016)	Oriente Médio e Norte da África	2004 a 2012	Identificar as variáveis determinantes da política de dividendos das companhias do Oriente Médio e Norte da África	A política de dividendos foi positivamente relacionada ao tamanho, aos lucros e à liquidez e negativamente relacionada à alavancagem, ao crescimento, ao fluxo de caixa livre e ao estado da economia.
Ismail e Yusof (2016)	Malásia	2006 a 2010	Identificar variáveis determinantes da política de dividendos das companhias listadas na Malásia	As variáveis lucro por ação, tamanho e nível de investimento relacionaram-se positivamente à política de dividendos, enquanto a relação foi negativa para endividamento e concentração de capital.
Benavides, Berggrun e Perafan (2016)	América Latina	1995 a 2013	Identificar fatores determinantes para o pagamento de dividendos na América Latina	O pagamento de dividendos associou-se positivamente aos lucros e negativamente às oportunidades de investimento e ao endividamento. O índice de pagamento de dividendos também relacionou-se com os indicadores de governança dos países.
Das (2017)	Índia	2001 a 2015	Analisar a evolução e os fatores que determinam a distribuição de dividendos nas companhias da Bombay Stock Exchange	O tamanho das empresas não impactou na distribuição de dividendos. A distribuição foi inconsistente e determinada principalmente pelos lucros e pela liquidez.

Autores	País	Período	Objetivo	Principais resultados
Benjamin, Mohamed e Marathamuthu (2018)	Malásia	2004 a 2009	Verificar a possibilidade de se explicar a política de dividendos por meio dos componentes da análise de DuPont	A rotatividade dos ativos e a margem de lucro, decomposições do ROA, possuem capacidade informacional para explicar e prever a propensão ao pagamento de dividendos.
Jaara, Alashhab e Jaara (2018)	Jordânia	2005 a 2016	Investigar os determinantes da política de dividendos nas companhias da Jordânia	As variáveis tamanho, ROE e histórico de pagamentos de dividendos tiveram relação positiva com a política de dividendos, enquanto o risco teve relação negativa.

Fonte: elaborado pelos autores

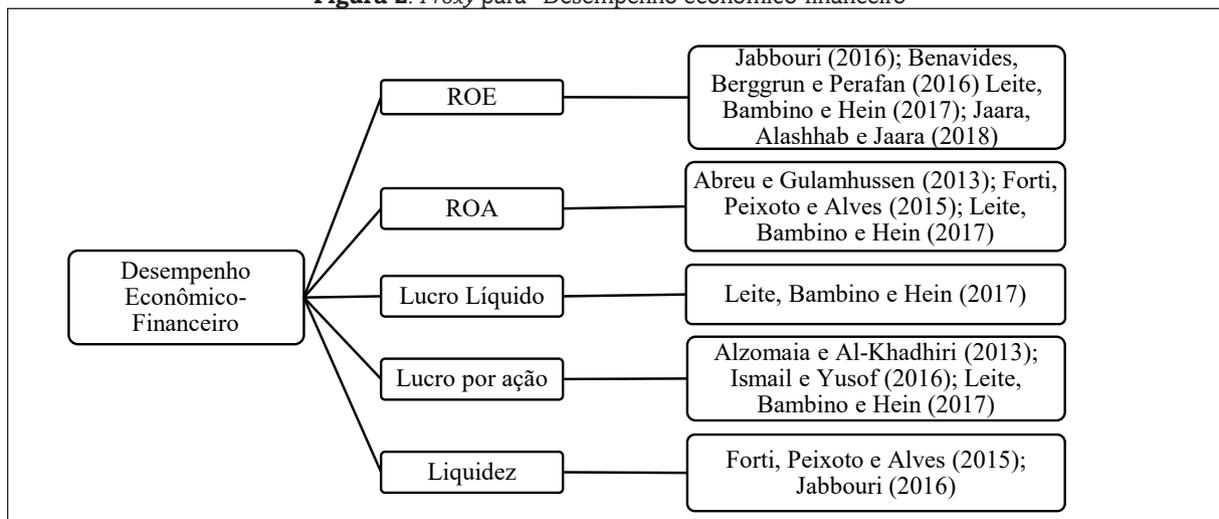
Neste artigo, objetivou-se verificar, por meio da análise de correlações canônicas, qual a associação existente entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras listadas na B3 e sediadas em Minas Gerais. Com base na literatura, foram selecionados os seguintes conjuntos de variáveis:

Figura 1. Proxy para “Política de dividendos”



Foram selecionadas como proxy para política de dividendos as variáveis: dividendos pagos, que representa o valor distribuído aos acionistas na forma de dividendos; dividendos pagos por ação, que indica o quanto foi pago como dividendo para cada ação da companhia; e o indicador *dividendo yield*, que mensura a rentabilidade do dividendo pago por ação ao compará-lo ao valor unitário da ação. A Figura 2, por sua vez, apresenta as variáveis proxy para desempenho econômico-financeiro:

Figura 2. Proxy para “Desempenho econômico-financeiro”



Como *proxy* para desempenho econômico-financeiro, foram selecionadas as variáveis: retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), que mensura o retorno, na forma de lucro, obtido pelos acionistas; o retorno sobre o ativo (ROA), que demonstra o retorno gerado pelo total investido em ativos; o lucro líquido, obtido após a dedução nas receitas de determinado período dos custos e despesas correspondentes, operacionais ou não, sendo evidenciado na demonstração do resultado do exercício; o lucro por ação, que revela o lucro obtido para cada ação da companhia; e a liquidez, indicador da situação financeira da empresa – em determinado momento – quanto à capacidade de cumprir com suas obrigações.

Além destas, utilizou-se o ativo total como variável de controle, conforme estudos anteriores (Forti et al., 2015; Jabbouri; 2016; Jaara, Alashhab & Jaara (2018). Desse modo, construiu-se as seguintes hipóteses:

H_1 : os dividendos pagos correlacionam-se com o desempenho econômico-financeiro nas companhias sediadas no estado de Minas Gerais;

H_2 : os dividendos pagos por ação correlacionam-se com o desempenho econômico-financeiro nas companhias sediadas no estado de Minas Gerais;

H_3 : o *dividend yield* correlaciona-se com o desempenho econômico-financeiro nas companhias sediadas no estado de Minas Gerais.

3. METODOLOGIA

A pesquisa classificou-se como descritiva, tendo por fontes materiais bibliográficos e documentais e possuindo uma abordagem quantitativa, de acordo com as definições de Selltiz (1960). Objetivou-se verificar, por meio da análise de correlações canônicas, qual a associação existente entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras listadas na B3 e sediadas em Minas Gerais.

Os dados econômico-financeiros do período de 2010 a 2017 foram obtidos na base de dados Economatica. Optou-se por iniciar a análise a partir do ano da convergência brasileira às normas internacionais de contabilidade (IFRS), o que ocorreu no ano de 2010. As análises estatísticas foram desenvolvidas por meio do *software* Stata, versão 15. Em razão da discrepância dos indicadores econômico-financeiros, os quais são variáveis do presente estudo, entre empresas financeiras e não financeiras, optou-se por retirar aquelas companhias da amostra.

Manteve-se na amostra as empresas com registro cancelado, mas que estiveram ativas em ao menos um dos anos analisados, o que levou a um maior número de observações. Em 2018, três das companhias utilizadas neste estudo não negociavam mais suas ações na B3: Pratica, Tecel S Jose e Wembley.

Assim, para compor o estudo foram selecionadas todas as companhias não financeiras de capital aberto sediadas no estado de Minas Gerais. A definição das empresas sediadas no estado teve como critério as informações constantes no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ). Foram selecionadas 27 companhias, conforme apresentado no Quadro 2:

Quadro 2 - Companhias selecionadas para comporem a pesquisa

AGconcessoes	Copasa	Ind Cataguas	Mendes Jr	Tecel S Jose
Alliar	Coteminas	Kroton	Minasmaquinas	Wembley
Arezzo Co	Direcional	MRV	Santanense	
Biommm	Encorpar	Omega Ger	Springs	
Cedro	Energisa	Rede Energia	Usiminas	
Cemig	Ihparini	Magnesita SA	Pratica	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Utilizou-se como variáveis *proxy* para política de dividendos: dividendos pagos; dividendos pagos por ação; e *dividend yield*. Por sua vez, o conjunto de variáveis *proxy* para desempenho econômico-financeiro foram: retorno sobre o patrimônio (ROE); retorno sobre o ativo (ROA); lucro líquido; lucro por ação e liquidez. Além disso, o ativo total foi utilizado como variável de controle. Esse tipo de variável visa isolar os efeitos de fatores ambientais passíveis de causarem influência sobre um dos conjuntos de variáveis.

A seleção das variáveis foi determinada com base na literatura e são definidas no Quadro 3:

Quadro 3 - Variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Sigla	Descrição	Fórmulas
Proxy para Desempenho Econômico-financeiro	ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido	Lucro líquido / Patrimônio Líquido
	ROA	Retorno sobre o Ativo	Lucro líquido / Ativo Total
	LL	Lucro Líquido	Lucro líquido do exercício
	LPA	Lucro por ação	Lucro líquido / Número de ações
	LIQ	Liquidez	Ativo circulante / Passivo circulante
Proxy para Política de Dividendos	DIV	Dividendos pagos	Dividendos pagos no ano
	DPA	Dividendos pagos por ação	Dividendos pagos / Número de ações
	DIY	<i>Dividend Yield</i>	Dividendos por ação / Preço por ação
Controle	ATT	Ativo total	Ativo total

Fonte: Elaborado pelos autores com base na literatura.

Por apresentarem diferentes métricas e unidades, as variáveis foram padronizadas por meio do procedimento *Z-score*. Aplicou-se a correlação canônica, um método de análise estatística multivariada que se baseia na criação de uma combinação linear para dois conjuntos de variáveis. Essas combinações lineares (variáveis canônicas) são as que melhor medem a similaridade entre os dois conjuntos, visto que possuem covariância máxima (Doutriaux & Crener, 1982).

Também conhecida como modelo de regressão com múltiplas variáveis dependentes, a correlação canônica permite a identificação das variáveis dependentes mais fortemente explicadas pelas variáveis preditivas. Além disso, identifica também quais destas são estatisticamente significantes para a explicação daquelas (Fávero & Belfiore, 2017).

A expressão para um modelo geral de correlação canônica é definida por meio da equação 1:

Em que Y_s ($s = 1, \dots, p$) são as variáveis dependentes e X_j ($j = 1, \dots, q$) são as variáveis explicativas. Assim, a expressão geral para a definição da correlação canônica do modelo aqui proposto é dada pela equação 2:

A interação entre as variáveis gera duas novas variáveis: u , representando a combinação linear das variáveis dependentes, em que $u_{mi} = a_{m1} \cdot Y_{1i} + a_{m2} \cdot Y_{2i} + \dots + a_{mp} \cdot Y_{pi}$; e v , representando a combinação linear das variáveis independentes, em que $v_{mi} = b_{m1} \cdot X_{1i} + b_{m2} \cdot X_{2i} + \dots + b_{mq} \cdot X_{qi}$. Essas são as variáveis canônicas, sendo que a correlação entre elas é chamada de correlação canônica (Fávero & Belfiore, 2017).

Apesar da distinção entre as variáveis canônicas u e v em relação à dependência, a inversão das variáveis originais – tornando as dependentes em independentes, e vice-versa – não altera os coeficientes de correlação, visto não se buscar uma relação de causa-efeito. Assim, a principal razão para a distinção em dependentes e independentes dos grupos de variáveis é identificar a qual deles as variáveis de controle serão alocadas.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base na metodologia exposta, esta seção apresenta e analisa os resultados obtidos com a aplicação da correlação canônica para a identificação da relação entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro nas companhias do estado de Minas Gerais. Foram obtidas, em média, 184 observações para cada variável. Para o tratamento dos valores extremos, utilizou-se o método *winsorize*, a 2,5%. A tabela 1 apresenta a estatística descritiva das variáveis:

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
DIV	191	161.439.334	422.143.019	0	2.470.657.887
DPA	172	3.01	9.23	0	43.42
DIY	134	3.47	5.68	0	27.17
ROE	180	5.13	17.21	-56.60	35.58

Variável	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mín.	Máx.
ROA	195	-5.59	33.75	-169.79	15.71
LL	195	257.941.735	758.367.135	-1.029.506.378	3.598.322.818
LPA	195	13.45	60.19	-47.89	291.68
LIQ	195	1.71	1.13	0.02	5.29
ATT	195	8.258.284.241	1.189.2093.652	4.678.128	49.917.184.935

Fonte: dados da pesquisa

As empresas Arezzo, Ihpardini, AGconcessões, Minas Máquinas, Localiza e Cemig apresentaram as maiores médias de ROE e ROA. Dentre estas, AGconcessões e Cemig figuraram também entre as cinco maiores médias de lucro líquido, lucro por ação, dividendos pagos e dividendos pagos por ação. A Cemig também se posicionou entre as cinco maiores médias de *dividen yield* e foi a companhia com o maior ativo total no período, mas, em contrapartida, deteve uma das cinco menores médias de liquidez. Quanto à Arezzo, figurou entre as companhias com maior média de liquidez, enquanto a Minas Máquinas se destacou em relação aos lucros por ação e aos dividendos pagos, apesar de ser uma das cinco empresas com menor ativo. A Localiza e a Ihpardini não se destacaram em relação as outras variáveis.

Destacaram-se também a Kroton, MRV e Copasa em relação às maiores médias de lucro líquido. Além disso, a Copasa posicionou-se entre as empresas com maior média de lucro por ação; a Kroton, entre as maiores médias de dividendos pagos; e a MRV, entre os maiores ativos totais e dividendos pagos. A Companhia Industrial Cataguases, por sua vez, se destacou entre as maiores médias de liquidez e lucro por ação. A Magnesita SA, figurou entre as empresas com maior média de liquidez, estando, em contrapartida, entre as que apresentaram maior média de prejuízos. Outras companhias que se destacaram positivamente quanto à liquidez foram a Direcional, que também deteve um dos cinco maiores *dividend yield*, e a Biommm, que esteve ainda entre as cinco empresas com menores médias de ROA, ROE e ativos totais, não tendo distribuído dividendos no período. Igualmente, a Alliar e a Tecel S Jose não distribuíram dividendos.

Além destas, as seguintes empresas se posicionaram entre as menores médias nas variáveis indicadoras do desempenho econômico-financeiro: Cedro (ROE); Wembley (ROE, ROA, lucro por ação); Springs (ROE, lucro líquido, lucro por ação, *dividend yield*); Mendes Jr. (ROA, lucro líquido, lucro por ação, liquidez – contudo, figurando entre as cinco maiores médias de dividendos pagos por ação e *dividend yield*); Rede Energia (ROA, liquidez, dividendos pagos por ação e *dividend yield*); Encorpar (ROE, lucro por ação, liquidez – contudo, figurando entre as cinco maiores médias de dividendos pagos por ação e *dividend yield*); Usiminas (lucro líquido – contudo, figurando entre as cinco maiores médias de dividendos pagos e ativos totais); Magnesita SA (lucro líquido – embora destacando-se entre as empresas com maior média de liquidez); Coteminas (lucro líquido, lucro líquido por ação, dividendos pagos e *dividend yield*); e Tecel S Jose (liquidez).

As combinações lineares entre as variáveis, obtidas por meio da equação 2, são apresentadas na tabela 2:

Tabela 2 - Correlações canônicas obtidas

Combinação linear	Correlação	λ	DF 1	DF 2	P-value
1	0.9191	0.1028	18	331	0.0000
2	0.5452	0.6624	10	236	0.0000
3	0.2397	0.9425	4	119	0.1306

Fonte: dados da pesquisa.

Com três variáveis no conjunto tomado como dependente, o modelo fornece três possíveis combinações lineares (u_1 e v_1 ; u_2 e v_2 ; e u_3 e v_3), sobre as quais se testa a correlação. A segunda coluna da tabela 2 apresenta os coeficientes de correlação obtidos. Pela classificação de Santos (2010), a primeira combinação resultou numa correlação forte positiva (0,9191), a segunda foi moderada positiva (0,5452) e a terceira mostrou-se fraca positiva (0,2397).

O teste de Wilks, representado pela letra lambda (λ), avalia a significância das dimensões canônicas. Quanto mais baixo, maior a indicação de que a dimensão é diferente de zero. A primeira combinação linear obteve $\lambda=0,1028$, o menor dentre as combinações obtidas, rejeitando-se a hipótese nula de que os vetores não possuem uma relação linear. Em outras palavras, ao nível de significância de 1%, dado o p-value do teste apresentado na sexta coluna da tabela, o baixo valor de λ na primeira combinação indica que nela as variações das variáveis dependentes são mais explicadas pelas variáveis independentes que por fatores aleatórios. A quarta e quinta colunas, por sua vez, apresentam os graus de liberdade.

Nota-se que a segunda combinação apresentou significância a 1%, enquanto a terceira combinação não apresentou significância. A correlação linear entre as três variáveis canônicas u e v correspondentes às três combinações lineares também pode ser observada por meio da tabela 3:

Tabela 3 - Matriz de correlação entre as variáveis canônicas das três dimensões

	<i>u1</i>	<i>v1</i>	<i>u2</i>	<i>v2</i>	<i>u3</i>	<i>v3</i>
<i>u1</i>	1					
<i>v1</i>	0.919	1				
<i>u2</i>	0.000	0.000	1			
<i>v2</i>	0.000	0.000	0.545	1		
<i>u3</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	1	
<i>v3</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.240	1

Fonte: dados da pesquisa

A correlação entre as variáveis canônicas foi diferente de zero entre *u1* e *v1* (0,919), *u2* e *v2* (0,545) e *u3* e *v3* (0,240). Desse modo, evidencia-se que foi altamente significativa apenas a correlação entre as variáveis canônicas da primeira combinação linear. Na tabela 4, por sua vez, são apresentados os coeficientes de cada uma das variáveis:

Tabela 4 - Coeficientes das variáveis originais na formação das variáveis canônicas

Grupo de variáveis	Sigla	Combinação linear		
		1	2	3
Dependentes	DIV	0.916	-0.009	0.018
	DPA	0.065	-0.541	0.024
	DIY	0.351	-0.412	0.128
	ROE	0.293	-0.021	0.184
	ROA	0.236	-0.021	0.133
Explicativas e de Controle	LL	0.860	-0.068	0.048
	LPA	0.027	-0.465	0.031
	LIQ	-0.188	0.283	-0.043
	ATT	0.713	-0.029	-0.049

Fonte: dados da pesquisa

Considerando-se a alta correlação da primeira combinação, apresentada na tabela 3, seu baixo λ e sua significância estatística, conforme observados na tabela 2, a referida dimensão mostrou-se a mais adequada para dar prosseguimento à análise. Desse modo, passou-se a considerar apenas os resultados obtidos para a primeira dimensão das combinações lineares. Para a variável canônica dependente, chegou-se à equação $u1 = 0,916*DIV + 0,065*DPA + 0,351*DIY$, enquanto para o grupo integrado pelas variáveis independentes e de controle, a expressão obtida foi $v1 = 0,293*ROE + 0,236*ROA + 0,860*LL + 0,027*LPA - 0,188*LIQ + 0,713*ATT$.

A análise dos coeficientes de correlação demonstra que um maior retorno sobre o patrimônio líquido (0,293), maior retorno sobre os ativos (0,236), maior lucro líquido (0,860), maior lucro por ação (0,027), menor liquidez (-0,188) e maior ativo total (0,713), correlacionam-se a uma maior distribuição de dividendos (0,916), maior valor de dividendos por ação (0,065) e maior *dividend yield* (0,351). Assim, não se rejeitou as hipóteses H1, H2 e H3 de que os dividendos pagos, dividendos pagos por ação e *dividend yield*, respectivamente, correlacionam-se com o desempenho econômico-financeiro.

O coeficiente de correlação mais forte observado dentre as variáveis independentes foi o lucro líquido, seguido pelo ativo total. Tal resultado indica que a política de dividendos correlaciona-se mais significativamente com o lucro líquido e o ativo total que com as demais variáveis de desempenho econômico-financeiro. Ou seja, a política de dividendos é melhor explicada pelo lucro líquido e pelo ativo total, e a utilização dessas variáveis geraria um maior *r-quadrado* caso fosse estimado um modelo de regressão.

O resultado esperado para a associação entre a política de dividendos e o ativo total foi conforme o sedimentado pela literatura, ou seja, uma relação positiva (Alzomaia & Al-Khadhiri, 2013; Forti et al., 2015; Jabbouri, 2016; Jaara et al., 2018;). Isso indica que as empresas maiores, em regra aquelas em atividade há mais tempo, tendem a pagar mais dividendos aos acionistas. Além disso, essas empresas geralmente possuem um melhor acesso ao mercado e, assim, uma maior distribuição de dividendos poderia contribuir para a atração de novos investidores.

O sinal positivo obtido para a variável lucro líquido foi de acordo com o observado por Leite et al. (2017), tanto para as companhias chilenas quanto para as brasileiras, indicando a relevância do lucro corrente para a definição da distribuição de dividendos. Isso, por sua vez, sugere que o pagamento aos acionistas é um fator importante na política das companhias, o que as alinharia à ótica da relevância dos dividendos. A correlação positiva do ROE, do mesmo modo, alinhou-se a resultados anteriores, como Benavides, Berggrun e Perafan (2016), Jabbouri (2016), Jaara et al. (2018) e Leite et al. (2017) - este, exceto para as companhias chilenas, cujo sinal foi negativo. Empresas com ROE superior indicam melhores opções de investimento para os acionistas. Uma vez que essas companhias têm de financiar seu crescimento, a associação positiva com a política de dividendos pode demonstrar que elas são capazes de pagar os acionistas sem comprometer seu financiamento.

A associação do ROA com a política de dividendos foi contrária à obtida por Leite et al. (2017) e condizente com o encontrado por Forti et al. (2015). De acordo com estes autores, tal resultado demonstra que as companhias se sentem mais seguras a distribuir dividendos quando há retornos satisfatórios sobre seus investimentos. Quanto ao lucro líquido por ação, Leite et al. (2017) obtiveram uma associação negativa em relação às empresas brasileiras, mas positiva em relação às chilenas – mesmo sinal obtido neste estudo, indo ao encontro de outros achados (Alzomaia & Al-Khadhiri, 2013; Ismail & Yusof, 2016). Essa característica é condizente com o prognóstico de que há um maior pagamento de dividendos à medida em que a lucratividade aumenta.

Em relação à variável liquidez, para a qual encontrou-se um sinal negativo, o resultado foi contrário ao observado por Forti et al. (2015) e Jabbouri (2016). Desse modo, a distribuição de dividendos nas companhias analisadas não parece depender da liquidez, ou seja, é possível que empresas paguem os acionistas mesmo quando a disponibilidade de recursos não se encontra em níveis elevados. Esse fator mostra-se também como um indicativo da relevância do pagamento na política de dividendos das companhias do estado de Minas Gerais.

Por fim, a partir da medida de redundância (MR) foi possível verificar o percentual de variância das variáveis canônicas que é explicado pelas variáveis originais. A MR é obtida a partir da equação:

$$MR_{uk,vk} = \left(\frac{\sum_{s=1}^p corr_{sk}^2}{p} \right) \cdot c_k^2 \quad (3)$$

Em que $MR_{uk,vk}$ representa percentual de variância de uma variável canônica dependente que é explicada pela variável canônica independente na respectiva dimensão/combinção canônica, sendo esta representada pelo termo c_k ; enquanto a expressão $\frac{\sum_{s=1}^p corr_{sk}^2}{p}$ representa a variância média das variáveis dependentes que são explicadas pela variável canônica dependente (u_k), sendo $corr_{sk}$ a correlação entre uma variável dependente original, Y_s ($s = 1, 2, \dots, p$) e uma variável canônica e p o número de variáveis dependentes.

A medida de redundância total (MRT) é obtida pelo somatório das medidas de redundância de cada correlação canônica. A tabela 5 apresenta os valores obtidos para o modelo aplicado:

Tabela 5 - Medidas de redundância das correlações canônicas

	$corr_{1k}^2$	$corr_{2k}^2$	$corr_{3k}^2$	$\sum_{s=1}^p corr_{sk}^2$	p	c_k^2	$MR_{uk,vk}$
$MR_{u1,v1}$	0.840	0.004	0.123	0.967	3	0.845	0.272
$MR_{u2,v2}$	0.000	0.293	0.170	0.463	3	0.297	0.046
$MR_{u3,v3}$	0.000	0.001	0.016	0.017	3	0.057	0.000

Fonte: dados da pesquisa

Desse modo, nas combinações lineares obtidas na primeira dimensão canônica, 27,2% da variância média das variáveis dependentes foi explicada pelas variáveis independentes e de controle. Na segunda dimensão canônica, o MR foi de 4,6%, ou seja, nessa combinação o poder explicativo das variáveis dependentes foi consideravelmente inferior à primeira dimensão. Por fim, as combinações originadas na terceira dimensão não foram significativas a ponto de gerar uma medida de redundância. A MRT, somatória das MR, foi de 0,3184, apontando que as variáveis independentes e de controle explicaram 31,84% da variância média das variáveis dependentes.

Como limitação deste estudo, pode-se destacar o fato de a definição das companhias mineiras ter ocorrido com base exclusivamente nas informações cadastradas nos respectivos CNPJ. Não necessariamente tais companhias exercem majoritariamente suas atividades no estado de Minas Gerais. Não obstante, ressalta-se que ainda assim as características regionais de seus locais de origem podem gerar reflexos na gestão das empresas, haja vista a observação de Jussila, Kotonen, & Tuominen (2007) de que estas influenciam e são influenciadas pelo contexto local e regional.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo analisou a correlação entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro das empresas não financeiras listadas na B3 e sediadas no estado de Minas Gerais, com o intuito de verificar a referida associação por uma perspectiva regional, numa importante região econômica para o cenário nacional.

Após a obtenção do grupo de variáveis *proxy* do desempenho econômico-financeiro (ROE, ROA, lucro líquido, lucro líquida por ação e liquidez), da política de dividendos (dividendos pagos, dividendos pagos por ação e *dividend yield*) e de controle (ativo total), aplicou-se a correlação canônica para avaliar as associações, a qual foi dada por meio de coeficientes padronizados, visto que se utilizou o método *z-score*. Dada a significância estatística, o baixo *lambda* e o alto coeficiente de correlação, analisou-se a primeira combinação linear, comumente chamada de combinação linear de primeira dimensão.

Os resultados demonstraram que há correlação positiva entre a política de dividendos e o desempenho econômico-financeiro das empresas, não se rejeitando as hipóteses H_1 , H_2 e H_3 . O aumento das variáveis *proxy* para desempenho econômico-financeiro relacionou-se positivamente ao aumento das variáveis *proxy* para a política de dividendos – exceto quanto à liquidez, para a qual a associação foi negativa. A alta correlação entre os dividendos pagos e lucro líquido e ativo total demonstraram que aquela é melhor explicada por estas variáveis que pelas demais variáveis *proxy* do desempenho econômico-financeiro.

Assim, observou-se a possível tendência de as empresas distribuírem dividendos independentemente da liquidez, o que vai ao encontro do teorizado por Lintner (1956) sobre a resistência das companhias em reduzir o pagamento aos sócios mesmo quando os resultados não são adequados. A partir dos resultados obtidos em relação ao ROE, observou-se que as empresas analisadas aumentam a distribuição de dividendos à medida em que esse indicador cresce. Haja vista que níveis altos de ROE são indicativos para boas oportunidades de investimento, a distribuição dos resultados entre os acionistas ao invés do investimento na companhia demonstra também a relevância dos dividendos, não se descartando a possibilidade de as empresas conseguirem pagá-los e, ainda assim, manter saldos suficientes para o financiamento necessário ao seu crescimento. Esses resultados, associados à correlação positiva das variáveis relacionadas ao lucro, corroboraram a constatação de que para as empresas do estado de Minas Gerais, e no período analisado, houve relevância da política de dividendos em relação aos lucros, o que contrariaria a teoria de Miller & Modigliani (1961) quanto à irrelevância dos dividendos.

Este estudo contribuiu para a geração de informações relevantes ao entendimento do setor econômico da região analisada, bem como dos aspectos relacionados ao seu desempenho. A compreensão da existência de características locais e regionais influenciadoras dos mercados permite a formação de estruturas econômicas e culturais que possibilitam abrir caminhos que levem a um desenvolvimento mais competitivo e integrador.

A relevância econômica da região analisada – o estado de Minas Gerais – contraposta ao baixo número de companhias de capital aberto nela sediadas, em comparação ao estado de São Paulo, mostra um potencial de desenvolvimento que necessita ser explorado. A compreensão de fatores motrizes desse processo, como as razões que influenciam as decisões dos investidores, são úteis às companhias, aos governos e aos próprios investidores. Assim, esta pesquisa forneceu informações que auxiliam em alguns dos aspectos dessa necessária compreensão. Ademais, esta pesquisa gerou contribuições teóricas que poderão subsidiar estudos futuros relacionados ao mercado de capitais sob uma ótica regional, visto que alguns dos resultados foram contrários a estudos anteriores que analisaram o mercado brasileiro como um todo, como Forti et al. (2015) e Leite et al. (2017).

Em períodos de recessão ou estagnação econômica, os resultados alcançados neste estudo levam a novos questionamentos. Em que se baseia a decisão por distribuir dividendos em detrimento da reaplicação dos recursos na companhia? Uma possível justificativa seria a falta de oportunidades de crescimento ou a retração do mercado, sem, contudo, excluir-se a possibilidade de o perfil dos investidores direcionar as decisões pela distribuição dos lucros.

Além desses questionamentos, sugere-se para pesquisas futuras a inclusão de outras variáveis ao modelo, além da aplicação de outros métodos estatísticos que possibilitem a comparação dos resultados. Um ponto interessante seria analisar a significância da previsão dos lucros futuros, tal qual Jabbouri (2016), para identificar a estabilidade da política de dividendos em relação à lucratividade. Destaca-se também a relevância de se analisar as empresas por estado, o que permitirá a identificação de possíveis características regionais influenciadoras do desempenho e das decisões das companhias. Outro ponto a ser considerado é a seleção das empresas com base nas regiões em que desenvolvem suas operações ou que exercem influência.

REFERÊNCIAS

- Abreu, J. F., & Gulamhussen, M. A. (2013). Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 22, 54–65. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.04.001>
- Almeida, L. A., Pereira, E., & Tavares, F. (2015). Determinantes da Política de Dividendos: Evidência de Portugal. *Review of Business Management*, 17(54), 701–719. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i54.1943>
- Alzomaia, T. S. F., & Al-Khadhiri, A. (2013). Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*, 4(1).

- Assaf Neto, A. (2010). *Finanças Corporativas e Valor* (5o ed). São Paulo: Atlas.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A Catering Theory of Dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00658.x>
- Benavides, J., Berggrun, L., & Perafan, H. (2016). Dividend payout policies: Evidence from Latin America. *Finance Research Letters*, 17, 197–210. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2016.03.012>
- Benjamin, S. J., Mohamed, Z. B., & Marathamuthu, M. S. (2018). DuPont analysis and dividend policy: Empirical evidence from Malaysia. *Pacific Accounting Review*, 30, 52–72. <https://doi.org/10.1108/par-05-2015-0019>
- Brasil. (1976). Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm. Acesso em 31 de julho de 2019.
- Brasil. (1995). Lei no 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm. Acesso em 31 de julho de 2019.
- Das, S. (2017). Firm characteristics and dividend policy in India. *Transnational Corporations Review*, 9(3), 190–200. <https://doi.org/10.1080/19186444.2017.1362862>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62–82.
- Doutriaux, J., & Crener, M. A. (1982). Which statistical test does one use for survey research? *Managerial and Decision Economics*, 3(2), 99–111.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3–43. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00038-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1)
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de Análise de Dados: Estatística e Modelagem Multivariada Com Excel, Spss e Stata* (1ª ed). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fonteles, I. V., Júnior, C. A. P., Vasconcelos, A. C. de, & Luca, M. M. D. (2013). Política de Dividendos das Empresas Participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 173–204.
- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M., & Alves, D. L. (2015). Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(68), 167–180. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201512260>
- França, L. M., Mantovaneli Júnior, O., & Sampaio, C. A. C. (2012). Governança para a territorialidade e sustentabilidade: A construção do senso de regionalidade. *Saúde e Sociedade*, 21, 111–127.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297–1321. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00258-3](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00258-3)
- IBGE - Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2019). Brasil em Síntese—Minas Gerais. Disponível em: <https://cidades.ibge.gov.br/brasil/mg/pesquisa/10060/60147?Localidade=0&indicador=60154&tipo=ranking&ano=2016>. Acesso em 31 de julho de 2019.
- Ismail, S., & Yusof, Y. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>
- Jaara, B., Alashhab, H., & Jaara, O. O. (2018). The Determinants of Dividend Policy for Non-financial. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2), 198–209.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jussila, I., Kotonen, U., & Tuominen, P. (2007). Customer-owned Firms and the Concept of Regional Responsibility: Qualitative Evidence from Finnish Co-operatives. *Social Responsibility Journal*, 3(3), 35–43. <https://doi.org/10.1108/17471110710835563>
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies. *Procedia Economics and Finance*, 23, 473–477. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00490-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00490-6)
- Leite, M., Bambino, A. C., & Hein, N. (2017). Relação entre Política de Dividendos e Desempenho Econômico Financeiro em Empresas Brasileiras e Chilenas. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 7(1), 205–221. <https://doi.org/10.18028/2238-5320/rgfc.v7n1p205-221>
- Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97–113.
- Martins, E. (org.). (2006). *Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil À Econômica* (1ª ed). São Paulo: Atlas.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031–1051. <https://doi.org/10.2307/2328393>

- Nogueira, K. B. L., & Gaio, L. E. (2014). Impacto da crise dos subprime nas empresas da BM&FBovespa: Uma análise fundamentalista. *Nucleus*, 11(2), 341–351.
- Oliveira, S. O. (2003). Desenvolvimento local e organização sócio-espacial. *Interações (Campo Grande)*, 4(6), 47–53.
- Portal da Indústria. (2018). Perfil dos Estados. Disponível em: <http://perfilestados.portaldaindustria.com.br/estado/mg>>. Acesso em 31 de julho de 2019.
- Rabelo, G. B., Ponte, V. M. R., Junior, D. B. C. V., & Domingos, S. R. M. (2017). A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de Desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 162–182.
- Santos, C. (2010). *Estatística Descritiva—Manual de Auto-aprendizagem* (2o ed). Disponível em: <http://www.silabo.pt/livros.asp?num=309>. Acesso em 31 de julho de 2019.
- Selltiz, C. (1960). *Métodos de pesquisa nas relações sociais*. (1ª ed.). São Paulo: EPU.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Tonani, R. (2016). A relevância do dividendo adicional proposto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(29), 179–202.