

Distribución de Dividendos y de Intereses Sobre el Capital Propio *Versus* Retorno de las Acciones

Renato Marques Corso

Licenciado en Ciencias Contables (FEA-USP)

Dirección: Rua Apotribu, 150, Apto 41 A, Parque Imperial, São Paulo/SP, CEP 04.302-000

E-mail: renato.corso@gmail.com

José Roberto Kassai

Doctor en controladuría y contabilidad (FEA-USP)

Profesor de la FEA/USP y Coordinador del NECMA/USP

Dirección: Av. Prof. Luciano Gualberto 908, Cidade Universitária, São Paulo/SP, CEP 05.508-900

E-mail: jrkassai@usp.br

Gerlando Augusto Franco Sampaio Lima

Profesor Doctor de la Universidad de São Paulo

Pos-Doctor en Economía por la Universidad de Coimbra, Doctor y Máster en Controladuría y Contabilidad por la FEA/USP.

Dirección: Av. Prof. Luciano Gualberto 908, Cidade Universitária, São Paulo/SP, CEP 05.508-900

E-mail: gerlando@usp.br

Resumen

Este estudio tiene como objetivo investigar la relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones. Se tiene, como referencial teórico de este estudio, la Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos de Miller & Modigliani (M&M, 1961) y la Teoría del *Pássaro na Mão* (Pájaro en Mano) de Gordon & Lintner (1963) como Brigham, Gapenski, e Ehrhardt (2001), además de la presentación de pesquisas nacionales sobre el asunto. Desde el punto de vista de sus objetivos, esta pesquisa se clasifica como descriptiva y será utilizado el abordaje empírico-analítico para el tratamiento de los datos. Los datos para análisis fueron colectados a partir del *software* Economática, siendo la muestra representada por empresas con acciones negociadas en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), y el período analizado comprende los años de 1995 a 2008. Antes de analizar la regresión con datos en panel, fue utilizada la técnica multivariada de análisis de correspondencia (Anacor) para hacer un análisis exploratorio de las variables estudiadas. Los resultados indicaron que existe relación entre distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones, de esa forma, no se rechazó la hipótesis estudiada. A partir de la utilización de la regresión con efectos fijos, por el método de los mínimos cuadrados ordinarios, cuyo R Cuadrado fue de aproximadamente 47,55%, fue verificado que la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio presenta relación inversa con el retorno de las acciones. Se espera con esta pesquisa proporcionar y ampliar las evidencias empíricas a respecto del asunto y ofrecer subsidios para futuras pesquisas.

Palabras Clave: Dividendos; Retorno; ANACOR; Regresión; Datos en Panel

Editado en Portugués, Inglés y Español. Versión original en Portugués.

Recibido el 28/09/10. Solicitud de Revisión el 13/01/11. Volvió a presentar el 28/02/11. Aceptado el 28/10/2011, por Valcemiro Nossa (Editor). Publicado el 28/06/12. Organização responsável pelo periódico: CFC/FBC/ABRACICON.

Copyright © 2012 REPEC. Todos los derechos, incluso los de traducción, son reservados. Se permite mencionar parte de artículos sin autorización previa, con tal de que se identifique la fuente.

1. INTRODUCCIÓN

La política de dividendos es un tema en Finanzas Corporativas que viene siendo objeto de estudio hace varias décadas. Diversas teorías y estudios empíricos sobre los posibles efectos de la política de dividendos en el valor de la empresa y retorno de las acciones fueron elaborados. De entre las teorías, se destacan las corrientes de pensamiento clásicas: la Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos de Miller & Modigliani (M&M, 1961) y la Teoría del Pájaro en Mano de Gordon & Lintner (1963).

Según Brigham, Gapenski, y Ehrhardt (2001), la política de dividendos involucra la decisión de distribución de los lucros *versus* la retención de ellos para reinversión en la empresa. La política de dividendos óptima hace un balance entre los dividendos corrientes y el crecimiento futuro a fin de maximizar el precio de la acción de la empresa. La política de dividendos, conforme Brigham, Gapenski, y Ehrhardt (2001, p. 662)

involucra tres asuntos: (1) ¿qué fracción de los lucros, en media, debe ser distribuida a lo largo del tiempo?; (2) ¿debe la distribución ser en la forma de dividendos en moneda corriente, o como recompra de acciones?; (3) ¿debe la empresa mantener una tasa de crecimiento firme y estable?

El mercado de acciones tiene una importante participación en el proceso de desarrollo de las sociedades y los participantes del mercado accionario visan obtener sus rendimientos por medio de la ganancia de capital cuando de la compra y venta de las acciones o bajo la forma de recibimiento de dividendos e intereses sobre capital propio (el último restringido al Brasil).

En la legislación brasileña, la distribución de dividendos consta en la Ley n.º 11.638, del 28 de diciembre de 2007, y en la Ley n.º 10.303, del 31 de octubre de 2001, que altera dispositivo de la Ley n.º 6.404 y reglamentos específicos de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). Establece un dividendo mínimo obligatorio del 25% sobre el lucro líquido ajustado, excepto si el estatuto de la empresa estableciere otra condición.

En el Brasil, a partir de 1996, un nuevo mecanismo de pago de dividendos fue creado bajo la forma de intereses sobre el capital propio, clasificado contablemente como gasto deducible de la base de cálculo del impuesto de renta de la persona jurídica, generando, por consiguiente, un beneficio fiscal a la empresa pagadora. El montante pagado en la forma de intereses sobre el capital propio puede ser imputado a los dividendos y ser pagado, así como éste, en dinero. De esa manera, en esta pesquisa esas dos formas de remuneración de los accionistas son tratadas, estudiándose el total del pago de proventos en dinero.

Según Bruni et al. (2003), en los Estados Unidos, mercado que contiene una de las principales bolsas de valores del mundo, los dividendos son tributados, así como las ganancias de capital. Por otro lado, en el Brasil, la ganancia de capital es tributada en 20%, los dividendos son exentos de tributación y los intereses sobre capital propio son tributados en la fuente. Tal hecho sugiere la relevancia de la política de dividendos.

Conforme Nossa, Nossa y Teixeira (2007, p.3)

La tributación incidente sobre dividendos y ganancias de capitales también debe influenciar en la determinación de los dividendos. El retorno sobre la inversión en una empresa puede darse a través del pago de dividendos y aumento en el valor de las acciones en el mercado, siendo más importante para el accionista la alternativa que le produzca la mejor rentabilidad líquida después de la tributación. De esta forma, la decisión del pago de los dividendos debe llevar en consideración la forma que maximiza el retorno de los accionistas.

Según Assaf Neto (2003, p.429), en el Brasil los puntos sobre las políticas de dividendos son colocados en nivel de gran desprecio por las empresas, de poco uso por los inversores en general y ofrecen a la comunidad académica, todavía, pocos trabajos conclusivos sobre la materia. Se alía, asimismo, la legislación vigente en el Brasil que establece el pago de un dividendo mínimo obligatorio, no permitiendo que esa decisión fluya libremente por medio de decisiones de la administración de la empresa y de sus accionistas.

El tema política de dividendos y sus efectos en el valor de la empresa y retorno de acciones es bastante controvertido. Muchos de los estudios realizados en contabilidad y finanzas han sido direccionados a la mudanza de la política de los dividendos adoptada por las organizaciones. Diversos son los enfoques dados en los estudios y generalmente las investigaciones presentadas en la literatura buscan relacionar la distribución de dividendos a los lucros anormales de las empresas y la relación entre *dividend yields* y retorno de las acciones.

Ese es un asunto de interés de varios usuarios, como afirma Bueno (2000, p.10):

La posibilidad de invertir en acciones con base en estrategias de dividendos es de interés no solamente académico, pero también profesional. Además de constituir objeto de estudio de Finanzas, Contabilidad y Controladuría, Economía y Derecho, hacen parte del interés de profesionales como los administradores de carteras, los inversores institucionales, los analistas de inversiones, órganos reguladores y fiscalizadores del mercado de capitales, etc.

Con el propósito de obtener mayor claridad sobre este tema, el objetivo de esta pesquisa es buscar evidencias empíricas de la relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio con la valorización del precio de las acciones. Se espera con esta pesquisa contribuir con el aprovisionamiento de evidencias empíricas a respecto del asunto, ampliar los conocimientos acerca del tema política de dividendos y ofrecer subsidios para futuras pesquisas.

Este estudio tiene como objetivo principal investigar la relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones de las empresas listadas en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). En la búsqueda de evidencias empíricas para responder al problema-pesquisa, se testa la siguiente hipótesis:

H₀: Existe relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones.

Se constituye en los objetivos específicos de este trabajo:

- analizar la relación de las variables retorno de las acciones y distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio;
- evaluar la evolución del retorno de las acciones y de la distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio.
- investigar la dependencia entre la variable retorno de las acciones y la variable distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio.

Una breve revisión de la literatura, abordando las principales teorías relacionadas a la política de dividendos, y algunos estudios importantes realizados por medio de levantamiento bibliográfico serán presentados a seguir. Posteriormente, se describe la metodología, así como ella será aplicada. En seguida, son presentados los resultados obtenidos, así como sus análisis. Y, finalmente, son presentadas las conclusiones de la pesquisa.

2. REVISIÓN BIBLIOGRÁFICA

Partiendo del presupuesto de que los administradores financieros deben siempre tener en mente que el objetivo de la empresa es el de maximizar el valor para los accionistas. Consecuentemente surge una cuestión sobre la preferencia de los inversores: ¿los inversores prefieren obtener el retorno por la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio, o sobre ganancias de capital?

Según Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 640)

los inversores no pueden ser vistos como prefiriendo uniformemente dividendos más altos más bajos. Sin embargo, los inversores individuales tienen fuertes preferencias. Algunos prefieren altos dividendos, mientras otros prefieren todo en ganancia de capital. Esas diferencias entre los individuos ayudan a explicar por qué es difícil alcanzar cualesquiera conclusiones definitivas sobre la distribución de dividendos óptima.

Para responder a esta cuestión de la preferencia de los inversores por dividendos e intereses sobre el capital propio *versus* ganancias de capital es importante entender las tres teorías de preferencia que explican la preferencia del inversor: Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos, la Teoría del Pájaro en Mano y la Teoría de la Preferencia Tributaria.

Los proponentes principales de la Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos son Miller y Modigliani. Según Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 637),

Ellos afirmaron que el valor de la empresa es determinado solamente por su capacidad de generación de lucro y por el riesgo del negocio. En otras palabras, Merton Miller y Franco Modigliani defenderán que el valor de la empresa depende solamente del lucro producido por sus activos y no de cómo ese lucro es dividido entre dividendos y lucros acumulados.

Al desarrollar su teoría de dividendos, Miller y Modigliani hicieron varias suposiciones. Conforme Bueno (2000, p. 45),

Las hipótesis básicas son:

- a) el mercado es perfecto, o sea, ningún agente es capaz de afectar la cotización con compras o ventas;
- b) no existen impuestos o corretaje;
- c) el comportamiento de los agentes son racionales y homogéneos (idénticos);
- d) las inversiones son definidas de antemano y no se alteran por mudanzas en la política de dividendos.

Según Bruni et al. (2003 p. 4), “al considerar imperfecciones en el mercado, como, por ejemplo, asimetrías de información, impuestos, costes de transacción y conflictos de intereses entre administradores y accionistas, las controversias aparecen”.

De esa forma, surge el efecto del contenido informacional de los dividendos (señalización) y el efecto clientela. Conforme Santana (2006 p. 27),

II) Caso los dividendos afecten al valor de la empresa, eso ocurre solamente debido al Contenido Informacional (Señalización) que revela las expectativas de los administradores de las empresas. Pues, no sería la preferencia de los accionistas corrientes que llevaría a aumentos en los precios de las acciones y sí la expectativa de ganancias futuras, esperada a partir de la retención de lucros.

III) Ocurre un Efecto Clientela, que lleva a los accionistas a recibir los dividendos que ellos mismos esperan. Pues, inversores que prefiriesen inversiones estables y previsibles como fuente de renta, tendrían de acciones que pagasen el mismo montante a títulos de dividendos a cada período. Mientras que, aquellos inversores que prefiriesen ganancias de capital serían atraídos preferencialmente por empresas en fase de crecimiento que reinvirtiesen una gran parte de sus lucros y, por tanto, revelasen un estándar inestable en el pago de los dividendos.

Así, la política de dividendos debe llevar en consideración el contenido informacional de los dividendos (señalización), y el efecto clientela, según Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 663), dice:

El efecto del contenido informacional, o señalización, se refiere al hecho de que los inversores relacionan una mudanza inesperada de dividendos como una señal de previsión de la administración de los lucros futuros. El efecto clientela sugiere que una empresa atraerá inversores que concuerden con la política de distribución de dividendos de la empresa. Ambos los factores deben ser considerados por las empresas que están considerando una mudanza en la política de dividendos.

De esa forma, las expectativas en relación a los flujos de caja futuros son bien observadas por el mercado financiero, además de las inversiones que las empresas planean para el futuro. Cuando una empresa anuncia mudanzas en la política de dividendos, ella transmite una información al mercado, que las asimila reflejando en los precios de las acciones. Según Bruni et al. (2003), esas informaciones pueden ser de dividendos como señal positiva y de dividendos como señal negativa.

Dividendos como un señal positiva, para Bruni et al. (2003, p. 5),

indica que empresas con buenos proyectos precisan tomar medidas que no puedan ser fácilmente imitadas por las empresas sin buenos proyectos. Aumentar dividendos puede ser visto como una acción de esta naturaleza. Al aumentar los dividendos, ellas estarían creando un coste para sí mismas, aumentando necesidades de flujo de caja a largo plazo. El hecho de que están dispuestas a asumir este compromiso indica a los inversores que ellas creen que tienen la capacidad de generar estos flujos de caja. El mercado asimila esta señal de forma positiva, llevando a una reevaluación de los valores de la empresa y a un aumento en el precio de las acciones.

Asimismo según Bruni et al. (2003, p. 6), dividendos como una señal negativa es:

Aumento en los dividendos, de otra parte, puede enviar una señal negativa para los mercados financieros. Al considerar una empresa que nunca pagó dividendos en el pasado, sino que registró un crecimiento extraordinario y alto retorno sobre sus proyectos. Cuando esta empresa comience a pagar o aumentar substancialmente los dividendos, sus accionistas pueden considerar esto como un indicativo de que los proyectos de la empresa no son tan lucrativos como acostumbraban a serlo. En este caso la reevaluación de los precios de las acciones ocurrirá de forma negativa.

Por la óptica del mundo ideal de Miller y Modigliani, el efecto clientela es visto de la siguiente forma: una empresa que paga el mismo montante de dividendos atrae a inversores interesados en flujos estables de caja. Por otro lado, inversores interesados en ganancias de capital son atraídos por empresas que reinviertan sus lucros (BRUNI et al., 2003, p. 6).

Se puede destacar asimismo un escenario en que el inversor no tiene proyecto para destinar los dividendos, conforme Nossa, Nossa, y Teixeira (2007). Así el inversor iría a buscar acciones de empresas que reinviertan los lucros y generen aún más recursos para los accionistas en largo plazo.

Contrarios a la Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos, Gordon y Lintner defenderán la relevancia de los dividendos. Para Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 662), la “Teoría del Pájaro en Mano defiende que el valor de la empresa será maximizado por un alto índice de distribución de dividendos, porque los dividendos en moneda corriente son menos arriesgados que las potenciales ganancias de capital”.

La proposición fundamental de esa teoría, según Santana (2006 p. 27),

es el argumento del “Pájaro en Mano” que sugiere que los inversores son contrarios al riesgo y prefieren dividendos corrientes a dividendos futuros o ganancias de capital (pues, más vale un dividendo en la mano que una ganancia de capital incierto). Se cree que los pagos de dividendos corrientes reduzcan la incerteza de los inversores, elevando consecuentemente el precio de las acciones. De otra forma, si los dividendos fueren reducidos o no pagados, la incerteza de los inversores aumentaría, así como el retorno exigido, teniendo como consecuencia a la caída en el precio de las acciones.

Otra teoría desarrollada, que involucra la decisión de la política de dividendos es la Teoría de la Preferencia Tributaria, citada por Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 662) “en virtud de que las ganancias de capital de largo plazo estén sujetas a impuestos menos onerosos que los dividendos, los inversores prefieren que las empresas retengan lucros en lugar de distribuirlos como dividendos”.

Esa teoría se destina a explicar el efecto de la tributación diferenciada sobre la política de dividendos. Se argumenta que, habiendo tasación de impuestos sobre los ganancias de capital y los dividendos, de forma diferenciada, los accionistas tenderían a escoger la opción que le trajese menos encargos tributarios. Según Bueno (2000, p. 49),

incluso cuando las alícuotas fuesen idénticas, habría aún el beneficio del desembolso, pues, mientras los impuestos sobre dividendos son pagados en el momento de su recibimiento, en las ganancias de capital se paga solamente cuando el lucro es realizado, o sea, cuando las acciones son vendidas.

El efecto clientela también es influenciado por la tributación. Conforme Nossa, Nossa, y Teixeira (2007, p. 3),

inversores altamente tributados no tendrían interés en la distribución de dividendos. Mientras que aquellos accionistas relativamente poco tributados serían inducidos al efecto “clientela”. Frente a esto, para atender a inversores con intereses diferenciados, el mercado accionario tendría empresas que distribuyen dividendos y aquellas que no lo hacen.

La ilustración a seguir representa las tres teorías alternativas de política de dividendos: la Teoría de la Irrelevancia de los Dividendos, la Teoría del Pájaro en Mano y la Teoría de la Preferencia Tributaria, esta última, suponiendo que los dividendos son tributados a alícuotas mayores que la de la ganancia de capital.

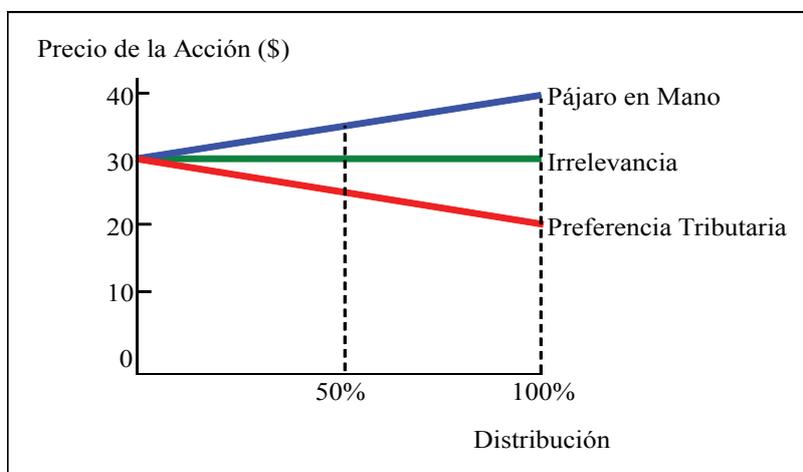


Gráfico 1: Ilustración de las Tres Teorías de Políticas de Dividendos

Fuente: Adaptado de Brigham, Gapenski y Ehrhardt (2001, p. 639)

A lo largo de los últimos 50 años, en los Estados Unidos, diversos estudios fueron realizados, destacándose varias conclusiones interesantes. Según Bruni et al. (2003, p.2),

los dividendos tienden a seguir a los ingresos; esto es, aumentos en los ingresos son seguidos por aumentos en los dividendos y caídas en los ingresos por cortes en los dividendos. Segundo, las empresas son característicamente reacias a alterar su política de dividendos; esta indecisión crece cuando llega el momento de cortar dividendos llevando a políticas de dividendos “amarrados”. Tercero, los dividendos tienden a seguir una ruta mucho más uniforme que los lucros. Finalmente, hace políticas de dividendos a lo largo del ciclo de vida de una empresa, resultantes de la variación de las tasas de crecimiento, de los flujos de caja y de la disponibilidad de proyectos.

En el Brasil, diversos autores presentaron estudios sobre la relevancia de los dividendos. Algunos de los principales trabajos están presentados a seguir.

Lima y Paiva (2001) analizaron evidencias empíricas a respecto de la influencia de la tributación y de los intereses sobre el capital propio en la política de dividendos en las empresas en el período entre 1995 a 1998, a través del estudio del comportamiento de los niveles de distribución de dividendos de las empresas brasileñas. Los resultados indicaron que las empresas no aumentaron el índice *payout* después de la eliminación de la tributación sobre los dividendos. Muchas empresas no registraron los intereses sobre capital propio, pero su adopción viene creciendo a lo largo de los años. Las empresas que pagaron intereses sobre capital propio presentaron tendencia de elevación del *payout* y aumento efectivo de los dividendos. Sin embargo, la mayoría de las empresas no distribuyó íntegramente el beneficio fiscal a sus accionistas.

Bueno (2000) analizó la relación entre *dividend yield* y las tasas de retorno de las acciones brasileñas, en el período entre junio de 1994 a diciembre de 1999, así como la viabilidad de una estrategia basada en *dividend yield*. Construyó tres diferentes carteras: alto, bajo y cero *dividend yield*. Los resultados obtenidos fueron incapaces de concluir que las acciones de alto *dividend yield* tienden a poseer mayores o menores tasas de retorno que las acciones de bajo o cero *yield*. Las evidencias también sugieren que no es posible demostrar, usando el método empírico aplicado, una clara asociación entre *dividend yield* y tasa de retorno de las acciones.

Correia y Amaral (2002) analizaron la existencia de efecto de la política de distribución de resultados de empresas brasileñas sobre el valor de mercado de sus acciones, o sea, verificar si el retorno de las acciones puede ser explicado no solamente por el factor de riesgo sistemático, como presupone el modelo *Capital Assets Pricing Models (CAPM)*, sino también por la variable de rendimiento en dividendos. Los resultados mostraron que tanto el riesgo sistemático como los rendimientos en dividendos son factores que explican la rentabilidad de mercado de acciones, consecuentemente, la política de dividendos adoptada por las empresas brasileñas analizadas en este estudio, cuyas acciones fueron negociadas en la Bovespa, en el período de 1994 a 2000, causa impacto sobre sus valores de mercado.

Novis Neto y Saito (2002) analizaron empíricamente el comportamiento de los precios de las acciones después del anuncio del pago de los dividendos de las acciones negociadas en la Bovespa en el período de 1998 a 2000. Encontraron una relación directa entre el *dividend yield* y el retorno anormal acumulado en el período pos-pago de los dividendos, dividiendo la muestra en tres sub-muestras en función del *dividend yield*. Obtuvieron un retorno anormal acumulado en los 90 días después del evento del 21,97% para empresas que pagaron mayores dividendos y del 5,16% para las que pagaron dividendos intermediarios, y del 15,50% para las que pagaron dividendos más bajos, demostrando así persistencia de retornos anormales en el período pos-evento.

Bruni et al. (2003) analizaron el efecto del anuncio de la distribución de dividendos o intereses sobre capital propio sobre los precios de una muestra de acciones negociadas en la Bovespa. Los resultados no permitieron evidenciar ningún resultado significativo. Es posible establecer que o el mercado anticipa información del anuncio de dividendos o esta información no es relevante. Por otro lado, los resultados evidenciaron la presencia de retornos anormales sistemáticamente positivos en la muestra total. Así, se deduce

que acciones con *dividend yield* por encima de la mediana presentan una valorización superior, indicando la preferencia por los inversores por acciones con políticas más agresivas de distribución de los dividendos.

Heineberg y Procianoy (2003) buscaron testar la influencia de aspectos teóricos que podrían ser determinantes en la formación del valor distribuido en la política de proventos de las empresas brasileñas negociadas en la Bovespa durante los años de 1994 a 2000. En esta pesquisa es posible notar que, aunque algunas relaciones teóricas esperadas no hayan sido encontradas con significancia estadística, la política de distribución de proventos en las empresas de capital abierto presenta consistencia y una buena estabilidad en lo que atañe a la constancia y previsibilidad de los valores pagados a los accionistas. Así, esta pesquisa consigue presentar un estándar consistente de comportamiento de la política de distribución de proventos en dinero de las empresas brasileñas.

Lima y Freire (2003) buscaron evidenciar la relación entre los *dividendos yield* y los lucros anormales. Fue verificada, sin embargo, la no existencia de relación entre el *dividendo yield* y el lucro anormal, rechazándose así la hipótesis nula (H_0).

Santana (2006) verificó cuáles son los factores que determinan la política de dividendos, considerando la oportunidad de crecimiento e inversión de la empresa, el sector de actividad y la capacidad de generación de lucros de la empresa. Se verifica que solamente este último, representado por el índice ROA (*return on assets*), es el que está relacionado con los dividendos. La decisión de la política de dividendos es influenciada por varios contextos que reflejan las características, situación y estrategias financieras de la empresa. Y, en el caso del presente estudio, la posibilidad de lucro sería un factor importante a ser considerado para esa decisión. Es encontrado resultado de la regresión realizada entre el retorno de las acciones y *dividend yield* solamente en la característica del sector de actividad. La característica sectorial referente a empresas de sectores de consumo no cíclicos puede ser explicada, pues ese segmento de empresas normalmente es menos afectado por variaciones del ciclo económico. Y, como consecuencia, tales sectores poseen una mayor tendencia a la distribución de los dividendos si comparados a las empresas de sectores de consumo cíclico.

Nossa, Nossa, y Teixeira (2007) analizaron las empresas listadas en la Bovespa, en el intuito de verificar si las empresas que distribuyeron dividendos en el período de 1995 a 2004 son más eficientes que aquellas que no distribuyeron dividendos. El resultado observado indica que las empresas que distribuyen dividendos son más eficientes que las empresas que no distribuyen dividendos, en el período analizado, inclusive el dividendo distribuido está positivamente relacionado al retorno sobre el activo.

3. METODOLOGÍA

Para responder al problema-pesquisa, si existe relación entre la distribución de dividendos e intereses sobre capital propio, con la valorización del precios de las acciones, será utilizado el abordaje empírico-analítico. Las pesquisas del tipo empírico-analítica, según Martins (2000, p. 26),

son abordajes que presentan en común la utilización de técnicas de colecta, tratamiento y análisis de datos marcadamente cuantitativos. Privilegian estudios prácticos. Sus propuestas tienen carácter técnico, restaurador e incrementalista. Tienen fuerte preocupación con la relación causal entre las variables. La validación de la prueba científica es buscada a través de testes de los instrumentos, grados de significancia y sistematización de las definiciones operacionales.

Del punto de vista de sus objetivos, la pesquisa puede ser clasificada como pesquisa descriptiva, visto que el estudio se destina a verificar la relación entre las variables *distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio y retorno de las acciones*.

Con la finalidad de investigar la relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones, esta pesquisa será tratada bajo el paradigma positivo. Lopes y Martins (2005, p. 4) afirman que

muchos modelos fueron desarrollados y técnicas econométricas y estadísticas fueron utilizadas bajo el paradigma positivo del establecimiento de hipótesis, derivadas de la teoría, seguidas del test empírico de las mismas vistas a la verificación y cómo la realidad se adecua a lo establecido por la teoría (WATTS y ZIMMERMAN, 1986). La mayor parte de esos trabajos ha sido realizada en la tentativa de estudiar el impacto de la divulgación de informaciones contables en el comportamiento de los activos en mercados financieros (Brown, 1996).

Para la elaboración de esta pesquisa, serán seleccionadas las acciones de las compañías abiertas negociadas en la Bovespa y el período que será analizado comprende los años de 1995 a 2008. Este período fue escogido debido a la relativa estabilidad económica después de la creación del Plan Real. De esa forma, se llegó al número de 1.119 acciones analizadas. Es importante resaltar que no siempre las acciones fueron negociadas, así no tuvieron precios establecidos en determinados años y también no siempre proventos fueron distribuidos.

Los datos referentes a las cotizaciones de los precios de las acciones, así como los datos acerca de la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio fueron obtenidos en el banco de datos del *software* de análisis de inversión en acciones Economática. Las cotizaciones utilizadas son ajustadas por el *software* para que efectos como desdoblamientos y agrupamientos de acciones no provoquen la discontinuidad del precio de las acciones. De esa forma, es posible calcular correctamente el retorno de las acciones, conforme la siguiente expresión:

$$\text{Retorno} = \left(\frac{\text{Último Precio de Cierre en el Año } X}{\text{Último Precio de Cierre en el Año } X - 1} - 1 \right) \times 100\%$$

Para analizar la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio de las acciones, fue utilizada la variable *Dividend Yield* del *software*, que puede ser expresada a través de la siguiente expresión:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Proventos Pagados en el Año}}{\text{Último Precio de Cierre en el Año}}$$

Donde, los *Proventos Pagados en el Año* equivalen al montante de dividendos e intereses sobre el capital propio pagados en el año, también ajustados por el *software*, así no provocando discrepancias.

Además de las variables *retorno* y *dividend yield*, fueron seleccionadas algunas variables de control, también obtenidas en el banco de datos del *software* Economática, conforme puede ser observado a seguir:

$$a) \text{ ROA (Return On Assets)} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Activo}}$$

$$b) \text{ Índice Precio / VPA (Valor Patrimonial por Acción)} = \frac{\text{Último Precio de Cierre en el Año}}{\frac{\text{Patrimonio Líquido}}{\text{Cantidad de Acciones}}}$$

$$c) \text{ Índice Deuda / PL (Patrimonio Líquido)} = \frac{\text{Deuda Total Bruta}}{\text{Patrimonio Líquido}}$$

Todos los datos obtenidos fueron organizados y tabulados en una planilla del Microsoft Office Excel 2003, así sirviendo de banco de datos para aplicarse las técnicas de análisis de datos.

Primeramente, para explorarse la relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con la valorización del precio de las acciones, así como la evolución de las variables, fue realizada la técnica multivariada de análisis de correspondencia (Anacor), por medio de la utilización del *software* estadístico SPSS 15.

Según Fávero et al. (2009), el análisis de correspondencia es una técnica exploratoria que trata de la distribución de frecuencias resultantes de dos o más variables cualitativas, buscando explicitar la asociación entre sus categorías por medio de mapas perceptuales. Esta técnica proporciona una poderosa herramienta para identificar relaciones entre objetos y atributos en un espacio multidimensional, pero es importante resaltar que, por tratarse de una técnica exploratoria, sus resultados no pueden ser generalizados para observaciones no pertenecientes a la muestra utilizada por el investigador.

En esta pesquisa, será utilizado el análisis de correspondencia en panel, que, según Lima (2007, p.62), “es la junción de todas las *cross-sections* en todos los años, como si fuese un año sólo. Muy parecido con el *pooling* de la regresión”.

Para utilizar la técnica de análisis de correspondencia, los datos fueron divididos en cuartiles para definir el grado de retorno y el grado de *dividend yield* presentados por las empresas, conforme la Tabla 3.1.

Tabla 1: Cuartiles de las Variables

Cuartil	Retorno	Dividend Yield
0	-0,9778	0,0000
1	-0,2601	0,0246
2	0,0454	0,0472
3	0,4953	0,0877
4	1.073,9554	2,3970

Con eso, las empresas recibieron notas, de 1 a 4, de acuerdo con el intervalo de datos divididos por los cuartiles. Para el retorno de las acciones, la categorización es la siguiente: de -0,9778 hasta el valor de 0,2601, nota 1; por encima de 0,2601 hasta el valor de 0,0454, nota 2; por encima de 0,0454 hasta el valor de 0,4953, nota 3; y, por último, de 0,4953 hasta el valor de 1073,9554, nota 4. Así, el grado de retorno de las acciones es: Grado 1 - Muy Bajo; Grado 2 - Bajo; Grado 3 - Medio; Grado 4 - Alto.

Ya para el *dividend yield* de las acciones, la categorización es: de 0,0000 hasta el valor de 0,0246, nota 1; por encima 0,0246 hasta el valor de 0,0472, nota 2; por encima de 0,0472 hasta el valor de 0,0877, nota 3; y, por último, de 0,0877 hasta el valor de 2,3970, nota 4. Así, el grado de *dividend yield* de las acciones es: Grado 1 - Muy Bajo; Grado 2 - Bajo; Grado 3 - Medio; Grado 4 - Alto.

Además de la utilización de las variables *retorno* y *dividend yield*, también fue utilizada la variable año en la técnica de análisis de correspondencia. Para facilitar la visualización del mapa perceptual, los años fueron divididos en los siguientes grupos: Grupo 1 - de 1995 a 1999; Grupo 2 - de 2000 a 2003; Grupo 3 - de 2004 a 2007; Grupo 4 - solamente el año 2008. El Grupo 4 contempla solamente el año de 2008, año marcado por el inicio de la crisis financiera, a fin de explotarse el efecto de la crisis en las variables *retorno* y *dividend yield*.

Después del análisis de correspondencia, fue utilizado el abordaje de análisis de datos en panel a través del *software* Eviews 6, donde el análisis de regresión por el método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MQO) fue efectuada para estimación de la relación de causa y efecto entre las variables establecidas, siendo desarrollada para la determinación de aceptación el rechazo de la hipótesis formulada.

Conforme Fávero et al. (2009), el análisis de datos en panel elabora un “*mix*” de los abordajes *cross-section* (datos en corte o sección transversal) y serie temporal, en que diversas observaciones son monitorizadas no en sólo un único instante de tiempo, como día, mes o año (*cross-section*), pero a lo largo de varios períodos de tiempo. De esa forma, en el análisis de datos en panel ocurre la multiplicación del número de *cross-section* por la cantidad de períodos, lo que genera la dinámica inter-temporal, que representa el “*mix*” entre las *cross-section* y la serie temporal.

Asimismo según Fávero et al. (2009, p. 382),

El análisis de datos en panel posee tres abordajes más comunes: *pooled independent cross-sections* (o POLS – *pooled ordinary least squares*), efectos fijos y efectos aleatorios.

Conforme Fávero et al. (2009), un modelo POLS representa una regresión en su forma más convencional, o sea, presenta el intercepto y los parámetros de las variables para todas las variables a lo largo de todo el período en análisis. Se presupone, en este modelo, que el coeficiente angular de la variable explicativa es idéntico para todas las observaciones a lo largo del tiempo, o sea, no lleva en consideración la naturaleza de cada *cross-section* estudiada. El modelo de efectos fijos, por otro lado, considera esas alteraciones en las *cross-sections* a lo largo del tiempo. Para permitir esas alteraciones donde el intercepto varía entre las observaciones, si puede hacerlo simplemente por la inserción de variables *dummy* de intercepto diferencial. Como la inclusión de variables representativas puede significar la existencia de algún desconocimiento sobre el modelo en cuestión, es natural que esa falta de información sea representada por medio del término de perturbación. Así, es posible que los términos de error puedan estar correlacionados a lo largo del tiempo y de las observaciones. El modelo de efectos aleatorios tiene por objetivo captar ese fenómeno.

4. RESULTADOS OBTENIDOS Y ANÁLISIS

Después de la categorización de las variables, conforme explicitado en la metodología de la pesquisa, fue realizado el análisis de correspondencia.

Antes de realizar el análisis de correspondencia entre las variables *retorno* y *dividend yield*, es necesario realizar el test Qui-cuadrado, que visa verificar si existe asociación entre las variables, buscando analizar si hay indicios que puedan llevar al rechazo de la hipótesis nula de independencia entre ellas. Teniendo en vista que el valor del test Qui-cuadrado resulta en un *p-value* de 0,0000, siendo menor que el nivel de significancia de 0,05, se puede aplicar el análisis de correspondencia. A seguir, es presentado el mapa perceptual entre las variables *retorno* y *dividend yield*:

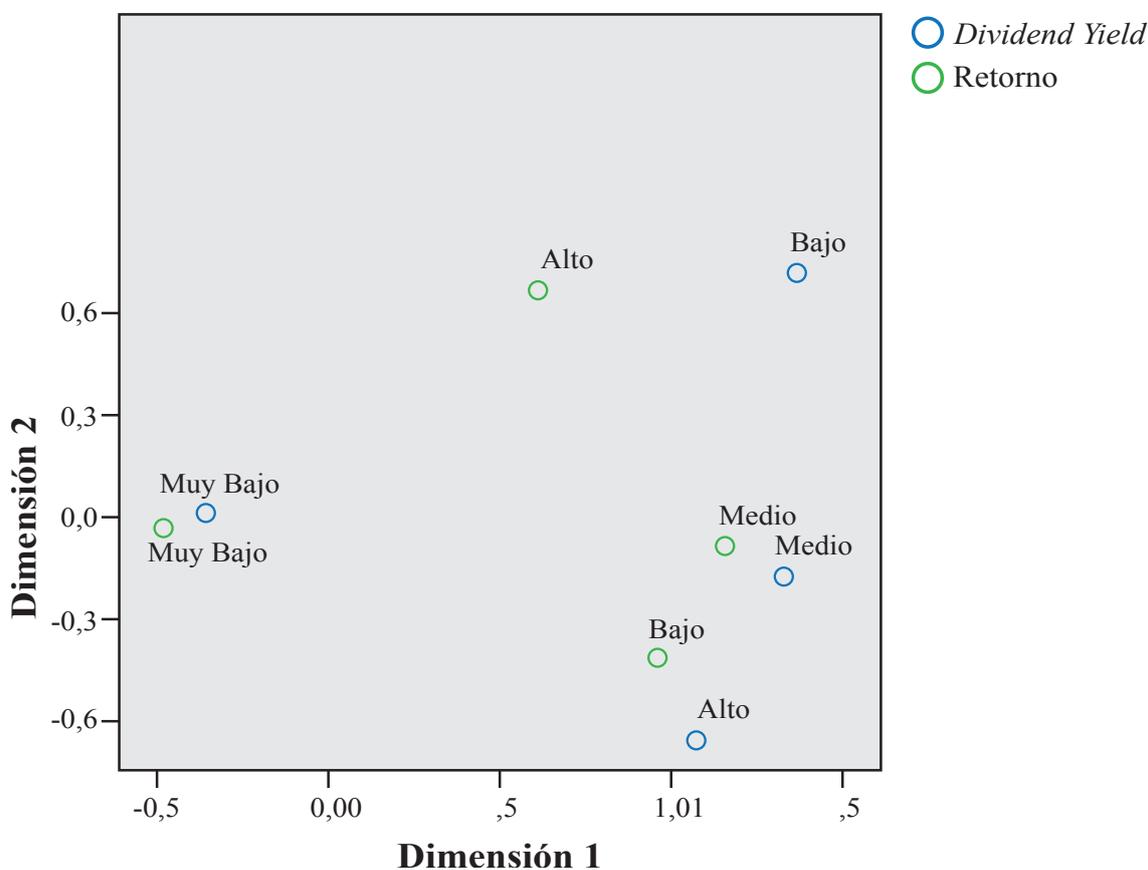


Ilustración 1: Mapa perceptual entre Retorno y Dividend Yield

Con base en el mapa perceptual mostrado en la Ilustración 1, es posible verificar que existen algunas asociaciones entre el retorno de las acciones y el *dividend yield*. El mapa indica que las acciones que presentan *dividend yield* muy bajo también presentan el retorno muy bajo. También puede ser observado que las acciones que presentan *dividend yield* medio también presentan el retorno medio. Otra asociación que puede ser efectuada es entre las acciones con alto *dividend yield* y las acciones con bajo retorno, pues están próximas en el mapa. Ya las acciones con bajo *dividend yield* demuestran estar más próximas de las acciones con alto retorno.

Buscando analizar la evolución del retorno de las acciones a lo largo de los años, fue realizado el análisis de correspondencia entre las variables retorno y año y, conforme la aplicación del test Qui-cuadrado, se obtuvo un *p-value* de 0,0000 a un nivel de significancia de 0,05. De esa forma, existe asociación de las variables, conforme presentado en el mapa perceptual abajo:

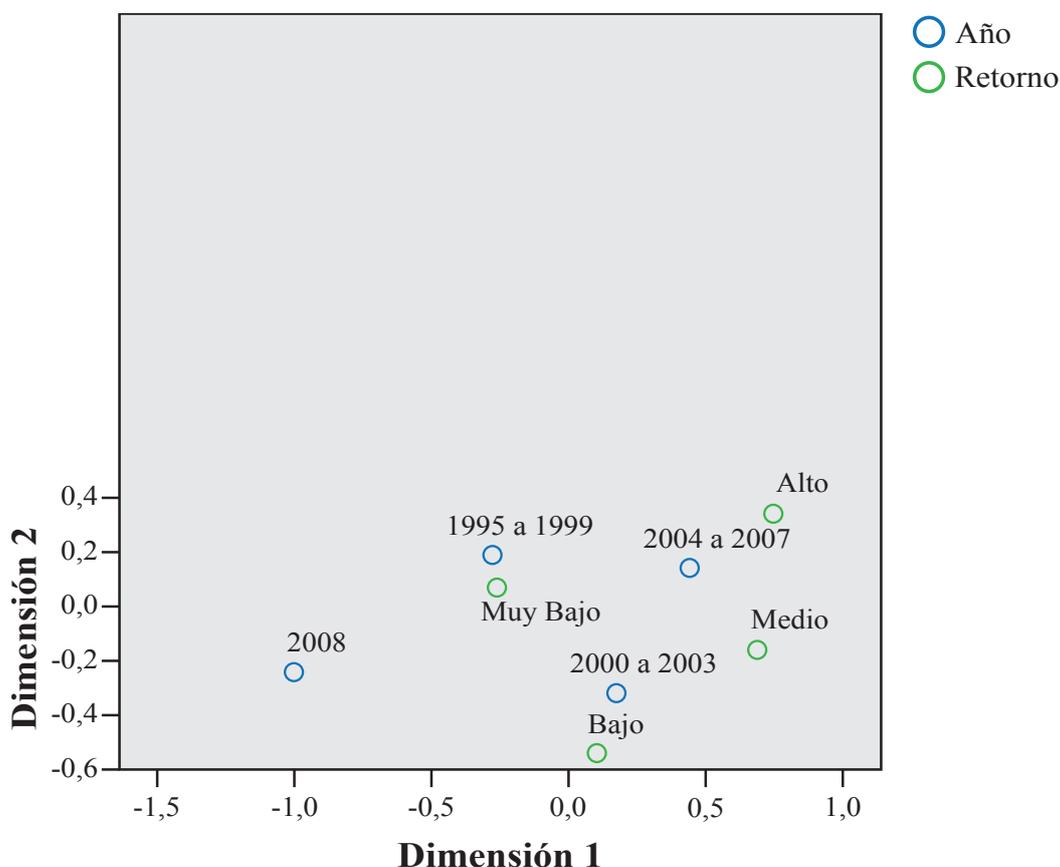


Ilustración 2: Mapa perceptual entre Retorno y Año

En el mapa perceptual, se percibe el aumento del retorno de las acciones a lo largo de los años, excepto en el año 2008, cuando se tuvo el inicio de la crisis financiera, y el retorno de este año se aproximó a la categoría muy bajo. Se puede observar que en el período de 1995 a 1999 las acciones obtuvieron retorno muy bajo; ya en el período de 2000 a 2003, el retorno se aproxima al nivel bajo, y del año de 2004 a 2007 el retorno de las acciones presentan retorno alto, revelando el fuerte crecimiento del mercado de capitales brasileño en ese período.

En este trabajo también se buscó analizar la evolución del *dividend yield* de las acciones a lo largo de los años. Así fue realizado el análisis de correspondencia entre las variables *dividend yield* y año, obteniéndose para el test Qui-cuadrado a un nivel de significancia de 0,05 un *p-value* de 0,0000. De esa forma, también existe asociación entre las variables *dividend yield* y año, conforme es presentado en el mapa perceptual a seguir:

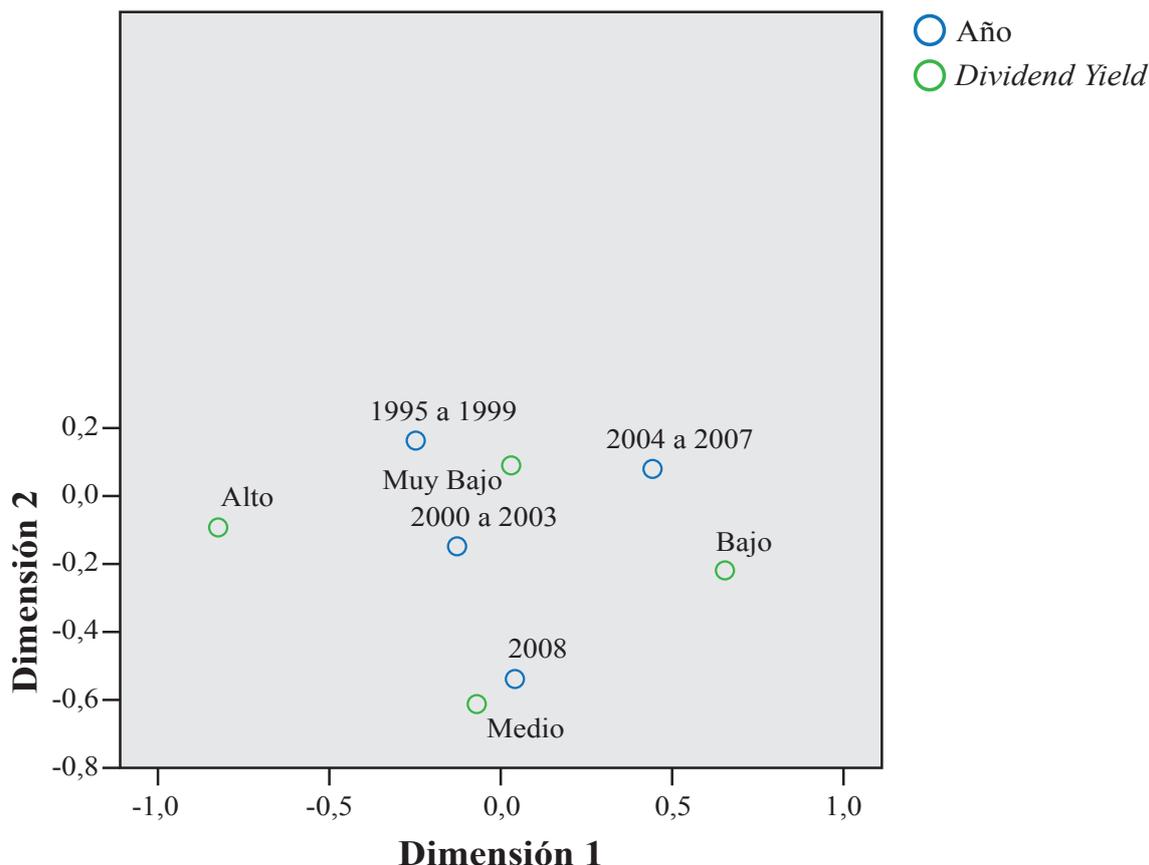


Ilustración 3: Mapa perceptual entre *Dividend Yield* y Año

A partir de la relación percibida en el mapa perceptual, se puede concluir que, en el período de 1995 a 2003, el *dividend yield* de las acciones fue muy bajo y, en el período de 2004 a 2007, el *dividend yield* de las acciones se mantuvo próximo de los niveles muy bajo y bajo. Ya en el año 2008, el *dividend yield* está muy próximo del nivel medio.

Para confirmar los análisis de correspondencia efectuados, se sugiere el análisis de regresión con datos en panel. Inicialmente, algunos testes fueron utilizados para la definición del mejor modelo de datos en panel (POLS, efectos fijos o efectos aleatorios). Conforme Fávero et al. (2009), entre el POLS y el modelo de efectos fijos, se utiliza el test de Chow (1960), utiliza-se o teste de Chow (1960), que, segundo Fávero et al. (2009), cuyas hipótesis son:

H_0 : los interceptos son iguales para todas las *cross-sections* (POLS).

H_1 : los interceptos son diferentes para todas las *cross-sections* (efectos fijos).

Por medio del resultado del test de Chow, fue posible verificar que hubo rechazo de la hipótesis nula de adecuación del modelo POLS para la regresión realizada, y, por tanto, el modelo escogido fue el modelo de efectos fijos.

En la secuencia, fue aplicado el test de Hausman (1978), que, según Fávero et al. (2009), permite escoger entre el modelo de efectos fijos y el modelo de efectos aleatorios, a partir de las siguientes hipótesis:

H_0 : modelo de corrección de los errores es adecuado (efectos aleatorios).

H_1 : modelo de corrección de los errores no es adecuado (efectos fijos).

Después de la definición del mejor modelo (efectos fijos), fue realizada la regresión por el método de mínimos cuadrados ordinarios. De esa forma, se tienen los principales resultados en la Tabla 2.

Tabla 2: Resultados de la Regresión con Efectos Fijos

	Coefficiente	Error Estándar	Estadística t	Prob.
C	0,1690	0,0408	4,1384	0,0000
<i>Dividend Yield</i>	-0,7658	0,1649	-4,6440	0,0000
ROA	0,8801	0,2501	3,5192	0,0004
Precio/VPA	0,0828	0,0237	3,4997	0,0005
Deuda/PL	-0,0003	0,0001	-2,8080	0,0050
R Cuadrado			0,4755	
R Cuadrado Ajustado			0,3352	
Estadística F			3,3894	
Prob. (Estadística F)			0,0000	
Estadística Durbin-Watson			2,4532	

La Estadística F presenta el resultado de la significancia del modelo propuesto y, por medio del Prob. (Estadística F), cuyo valor es igual a 0,0000, valor menor que 0,05, es posible rechazar la hipótesis nula de no significancia de la regresión, o sea, la regresión se muestra significativa, considerando un nivel de confianza del 95%.

Por medio del análisis de la Estadística t de cada parámetro, es posible afirmar que la constante (C – intercepto) y las variables *Dividend Yield*, ROA, Precios/VPA y Deuda/PL son significativas, una vez que presentan *p-value* menor que el nivel de significancia de 0,05.

En relación a los presupuestos del modelo de regresión, el test de normalidad para los residuos no rechazó la hipótesis nula de normalidad, por el test de Jarque-Bera. Por el test de Durbin-Watson, es posible observar que el modelo no presenta problemas de auto-correlación serial de los residuos, pues su valor 2,4532 está próximo de 2. Por medio de la utilización de la corrección de White (regresión robusta), eventuales problemas de hetero-cedasticidad fueron corregidos, de esa forma proporcionando estimadores más consistentes y no viesados.

A través del R Cuadrado, se puede verificar que la importancia, o el poder explicativo del modelo como un todo es del 47,55%, o sea, el 47,55% de la variación del Retorno es explicada por la variación del *Dividend Yield*, ROA, Precios/VPA y Deuda/PL.

La ecuación del modelo es:

$$\text{Retorno} = 0,1690 - 0,7658 \cdot \frac{\text{Dividend Yield}}{\text{Yield}} + 0,8801 \cdot \text{ROA} + 0,828 \cdot \frac{\text{Precio}}{\text{VPA}} - 0,0003 \cdot \frac{\text{Dívida}}{\text{PL}} + \text{erro}$$

Por medio de la interpretación del coeficiente angular de la ecuación, es posible observar que existe una relación inversa entre la variable *Retorno* y la variable *Dividend Yield*, lo que representa una gran importancia para este estudio.

5. CONCLUSIONES

El objetivo general de esta pesquisa fue analizar la relación entre la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio y el retorno de las acciones, respondiendo al siguiente problema de pesquisa: “¿Existe relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones?”

Para responder el problema de pesquisa, inicialmente, se procuró analizar la relación de las variables *retorno de las acciones y distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio*. Por medio

del uso de la técnica multivariada de análisis de correspondencia en panel, fue posible observar que existe relación entre las variables, destacándose que las acciones con distribución de dividendos e intereses sobre capital propio clasificada como bajo presentan retorno alto; ya las acciones que presentan alta distribución de dividendos e intereses sobre capital propio presentan bajo retorno.

En este estudio, se evaluó también la evolución del retorno de las acciones y de la distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio a lo largo de los años. Por medio de la utilización de la técnica multivariada de análisis de correspondencia en panel, fue posible observar que hubo aumento del retorno de las acciones en el transcurso de los años estudiados, con excepción al de 2008, cuando se tuvo el inicio de la crisis financiera. En relación a la distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio, también hubo aumento en el transcurso de los años, en el período que comprende los años de 2004 a 2007, cuyo retorno de las acciones fue alto y la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio fue baja. Ya en 2008, el retorno fue muy bajo, y la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio fue media.

Para confirmar las conclusiones del análisis exploratorio, además de investigar la dependencia entre la variable *retorno de las acciones* y la variable *distribución de dividendos y de intereses sobre capital propio*, fue utilizada la técnica econométrica de análisis de regresión en panel. Por medio de la regresión con efectos fijos por el método de mínimos cuadrados ordinarios, fue posible aceptar la hipótesis formulada de que existe relación entre la distribución de dividendos y de intereses sobre el capital propio con el retorno de las acciones, ya que el modelo es significativo, y así fue posible responder el problema de pesquisa.

El grado de explicación de la regresión fue de aproximadamente el 47,55%, o sea, el 47,55% de la variación del retorno de las acciones es explicada por la variación de la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio, así como de las variables de control ROA, Índice Precios/VPA e Índice Deuda/PL.

Uno de los resultados más importantes de este estudio es que la distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio presenta una relación inversa con el retorno de las acciones. Así, corroborando el análisis exploratorio, acciones con mayor distribución de dividendos e intereses sobre el capital propio presentan menor retorno.

A pesar de las conclusiones presentadas ser relevantes, se deben llevar en consideración algunas limitaciones de la pesquisa. Las conclusiones de este estudio quedan restringidas a la muestra, a las técnicas multivariadas y econométricas utilizadas y a los modelos desarrollados, pudiendo, como sugerencias para nuevas pesquisas, ser utilizadas otras técnicas estadísticas, otros modelos y variables para, hasta incluso, hacer comparaciones al estudio presentado.

6. REFERENCIAS:

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C. e EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BRUNI, A. L.; FAMÁ, R.; FIRMINO, A.; GAMA, A.; O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2003, São Paulo. **Anales...**São Paulo: USP, 2003. p.1-20.

BUENO, A. F. B. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. 2000. 0 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2000.

CORREIA, L.; AMARAL, H. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na BOVESPA no período de 1994 a 2000. In: XXVI Enanpad, 2002, Salvador. **Anales...** Salvador: XXVI Enanpad, 2002. CD-ROM.

FÁVERO, L. P. et al. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. 1ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LIMA, A. V.; PAIVA, J. W. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. In: I Encontro Brasileiro de Finanças, 2001, São Paulo. **Anales...** São Paulo: I Encontro Brasileiro de Finanças, 2001. CD-ROM.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 0 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2007.

LIMA, I. S.; FREIRE, H. V. L. O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. In: XXVII Enanpad, 2003, São Paulo. **Anales...** São Paulo: XXVII Enanpad, 2003. CD-ROM.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. *Dividend yield* e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. In: XXVI Enanpad, 2002, Salvador. **Anales...** Salvador: XXVI Enanpad, 2002. CD-ROM.

LOPES, Alexsandro Broedel.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2000.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 7, (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2007, São Paulo. **Anales...** São Paulo: USP, 2007. CD-ROM.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na BOVESPA. In: XXVII Enanpad, 2003, São Paulo. **Anales...** São Paulo: XXVII Enanpad, 2003. CD-ROM.

SANTANA, L. **Relação entre *dividend yield* e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA**. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.