



A RELAÇÃO ENTRE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS, LUCRO LÍQUIDO, RECEITA BRUTA, ROI E LIQUIDEZ SECA EM UMA EMPRESA NACIONAL PETROQUÍMICA: UMA ANÁLISE ENTRE OS ANOS 1999 E 2008.

**Jose Lindenberg Julião Xavier Filho (Universidade Federal do
Ceará (UFC))**

lindenbergfilho@yahoo.com.br

**Rogério dos Santos Chagas (Universidade Federal do Ceará
(UFC))**

rogerio.chagas@uol.com.br

Sandra Maria dos Santos (Universidade Federal do Ceará (UFC))

smsantos@ufc.br

**Jose Lindenberg Julião Xavier Filho (Universidade Federal do
Ceará (UFC))**

lindenbergfilho@yahoo.com.br

**Rogério dos Santos Chagas (Universidade Federal do Ceará
(UFC))**

rogerio.chagas@uol.com.br

Sandra Maria dos Santos (Universidade Federal do Ceará (UFC))

smsantos@ufc.br

Diversos autores argumentam que a decisão de financiamento é a principal decisão em finanças, conjuntamente com a decisão de investimento. Deste modo, como uma pesquisa teórica-empírica, de caráter quantitativa, o objetivo dela é investigar o relacionamento da variação do Payout passado e presente com a variação futura do lucro líquido, rentabilidade do ativo, liquidez seca e receita bruta, tendo como objeto uma empresa nacional petrolífera. Para tanto, utilizou-se da técnica de correlação entre as variáveis estudadas, sendo, portanto, uma pesquisa quantitativa. Como resultado encontra-se que a correlação é forte e positiva no relacionamento entre a variação lucro líquido passado e presente e Payout futuro, dentre outras relações descritas neste trabalho. Esta pesquisa limita-se a uma empresa, sendo esta a principal limitação da pesquisa.

Palavras-chaves: Payout; Lucro Líquido; Receita Bruta; ROI; Liquidez Seca

1. INTRODUÇÃO

Diversos autores argumentam que a decisão de financiamento é a principal decisão em finanças (SANVICENTE, 1987), conjuntamente com a decisão de investimento.

Neste sentido, Sanvicente (1987) coloca que as decisões de investimento e de financiamento estão presentes na decisão de pagamento de dividendos. Contudo, ao se analisar os investimentos, alguma medida objetiva é analisada para verificar a eficácia e eficiência do investimento, quer seja o retorno do investimento medido pelo ROI (*Return on Investimet*), prazo de retorno (*payback*), adição de valor medido pelo EVA (*Economic Value Added*) entre outros.

Contudo, ao se admitir, como Assaf Neto e Lima (2009) para não citar outros, que a política de dividendos é uma política de financiamento, passa a necessitar de uma metodologia para avaliar o resultado da política, quer seja por meio de variáveis tipicamente financeiras ou contábeis, como o lucro e o faturamento, ou por variáveis não financeiras, como participação de mercado (*marketshare*).

Admitindo essa necessidade, vários trabalhos, nacionais e internacionais, procuraram evidenciar a relação entre dividendos e outras variáveis, notadamente o lucro e a rentabilidade, dado que tais informações, para as empresas com títulos negociados em bolsa, são disponíveis e confiáveis para elaborar estudos científicos. Hanlon, Myers e Shevlin (2006) admitem que o conteúdo informacional dos dividendos é uma linha de pesquisa muito estudada nas finanças e que possui um *mainstream*: O dividendo não fornece informações sobre lucros futuros. Destacam-se, entretanto, as pesquisas internacionais, mais precisamente, as pesquisas no mercado norte americano.

Nestas pesquisas, dois grupos de pesquisadores podem ser identificados: O grupo que evidencia a relação positiva entre dividendos presentes e lucros futuros, ou seja, confirmam o conteúdo informacional dos dividendos, e o grupo que evidencia pouca ou nenhuma relação entre dividendos presentes e lucros futuros, bem como, em algumas pesquisas, a relação

negativa entre dividendos presentes e lucros futuros, representando o *mainstream* neste campo de pesquisa.

Dentre as pesquisas que evidenciam a relação positiva entre os dividendos correntes e os lucros futuros, tem-se a pesquisa com empresas norte americanas de Nissin e Ziv (2001) e Hanlon, Myers e Shevlin (2006), onde encontraram relação positiva entre dividendos e lucros futuros no mercado americano.

Hanlon, Myers e Shevlin (2006) compararam o relacionamento de empresas que pagaram dividendos no ano corrente e as empresas que não pagaram dividendos no ano corrente e encontram relação positiva entre a variação no pagamento de dividendos e a variação de ganhos futuros. Afirmam que o estudo da sinalização do futuro pelo conteúdo informacional do dividendo é uma linha de estudos longa em finanças, contudo, informam que a literatura atual não reconhece muita força na hipótese de que a mudança nos dividendos correntes sinaliza mudanças nas perspectivas de ganhos futuros.

Hanlon, Myers e Shevlin (2006) argumentam que os ganhos passados e presentes não têm poder suficiente para determinar os ganhos futuros, ou seja, os dividendos pagos no passado e no presente não têm possibilidade de predição dos ganhos futuros. Contudo, colocam como não sendo linear a idéia de que as mudanças de dividendos representam expectativas de mudanças na lucratividade de mesmo sinal. Além disso, encontram que empresas que pagam maiores dividendos têm retornos persistentes maiores do que as que pagam poucos dividendos. Contudo, estes resultados, como colocam Hanlon, Myers e Shevlin (2006), não fazem parte do *mainstream* anteriormente citado.

Em meio ao *mainstream*, se assim for possível definir, estão inúmeras pesquisas nacionais e internacionais, dentre elas as pesquisas nacionais de Pinto (2002), Freire *et al* (2005), Castro e Freire (2005), Braga e Braga (2008), Santos *et al* (2008) e Martins *et al* (2009). Santos *et al* (2008) estudaram o mercado brasileiro de capitais entre 2000 e 2006 procurando verificar se é possível capturar o conteúdo informacional nas mudanças de dividendos como explicação nas mudanças nos lucros de mesmo sinal, chegando a conclusão que mudanças nos dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como possuindo conteúdo informacional relacionado à persistência das mudanças precedentes dos lucros. Santos *et al* (2008, p. 15) indicam que o “mercado brasileiro não utiliza mudanças em dividendos como fonte de informação sobre a lucratividade futura da empresa”, corroborando

com pesquisas norte americanas quando asseveram que “não se pode afirmar que o mercado antecipa as mudanças futuras de lucros diante de mudanças de dividendos de mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros” (SANTOS *et al*, 2008).

Apontam ainda Santos *et al* (2008) que outras variáveis podem explicar as mudanças nos dividendos que não a perspectiva de lucros futuros, apontando o anúncio de novas descobertas ou conquistas de novos mercados e/ou clientes que exigirão investimentos em capital de giro e em ativos fixos de grande porte, sacrificando temporariamente, ou no curto prazo, a distribuição de dividendos. Além disso, a disponibilidade de caixa para fazer frente aos pagamentos de dividendo também influencia a decisão de pagamento ou não (PADOVEZE; FREZATTI; BENEDICTO, 1994; PASSARELLI; BOMFIM, 2003; SILVA, 2005). Em decorrência do regime de competência, o lucro contábil pode não informar o fluxo de caixa da empresa. Desta forma, como os dividendos são devidos após a apuração do lucro líquido ajustado e terá data fixada para o pagamento, a administração financeira deverá observar a capacidade financeira para o pagamento, podendo, então, reduzir os dividendos para adequar os pagamentos ao fluxo de caixa. Assim, como Santos *et al* (2008) colocam, mesmo a metodologia empregada no estudo ser quantitativa, o fenômeno se encontra no campo das ciências sociais, indicando a complexidade de relações lineares.

No mercado americano de títulos, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) e Grullon *et al* (2003) encontraram os mesmos resultados, de que a política de dividendos não tem relação com lucros futuros, nem no sinal nem na magnitude. Entretanto, empresas que decrescem o pagamento dos dividendos, ou seja, retiveram mais lucro, experimentaram crescimento dos ganhos nos 2 anos seguintes à redução. É interessante perceber que a pesquisa de Benartzi, Michaely e Thaler (1997) ocorreu antes da pesquisa de Nissin e Ziv (2001) e que estas duas pesquisas encontram evidências díspares.

Nissin e Ziv (2001) ao comentarem os resultados obtidos por Benartzi, Michaely e Thaler (1997) indicam que os achados são díspares em decorrência do modelo de análise que cada pesquisa utilizou. Sendo assim, defendem que a metodologia empregada por eles é mais coerente dado que empregam, no modelo, outras variáveis de controle e assim, garantem, que seus achados são mais relevantes do que os encontrados por Benartzi, Michaely e Thaler (1997).

Visando ter uma resposta mais robusta, além de replicar a pesquisa para o ambiente nacional, Pinto (2002) pesquisou as empresas brasileiras listadas em bolsa no período de 1986 até 2000 utilizando, concomitantemente, a metodologia que Nissin e Ziv (2001) e Benartzi, Michaely e Thaler (1997) utilizaram.

Seus resultados não confirmam as críticas de Nissin e Ziv (2001), de que com metodologias diferentes os resultados são diferentes, dado que, independentemente do modelo utilizado, no mercado nacional, a mudança no pagamento de dividendos não ajuda a explicar as mudanças nos lucros nos anos seguintes, ou seja, confirma a hipótese testada e aceita por Benartzi, Michaely e Thaler (1997), que indicam não haver relação positiva nem significativa entre pagamento de dividendo no ano 0 (zero) e explicação dos lucros nos anos 1 (um) e 2 (dois).

Como conclusão da pesquisa de Pinto (2002, p. 11), “não se pode afirmar que mudanças de dividendos contenham informações a respeito do desempenho futuro das empresas, no período estudado”.

Outra relação, fugindo do *mainstream* entre relação de dividendo presente e lucro futuro, a pesquisa de Miller e Rock (1985) encontra relação entre mudanças na política de dividendos e fluxo de caixa futuro, confirmando o conteúdo informacional do dividendo, agora, relacionando política de dividendo e fluxo de caixa que, como Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994), bem como Passarelli e Bomfim (2003), é um dos fatores que afetam a política de dividendo. Para esses autores, Miller e Rock (1985), a variação percebida no preço das ações ao redor da data da divulgação dos dividendos tem relação com a perspectiva de caixa futuro.

Entendido as relações tratadas pelos trabalhos citados anteriormente, esta pesquisa tem por objetivo investigar o relacionamento da variação do *Payout* passado e presente com a variação futura do lucro líquido, rentabilidade do ativo, liquidez seca e receita bruta. Quando falar-se neste artigo de futuro deverá ser entendido o próximo ano, ou seja, o futuro, neste artigo, representa o resultado do ano seguinte ao da variação. Configurado como um artigo teórico-empírico, apresenta como ferramenta de investigação a análise de correlação entre as variações das variáveis. No tópico 2 será tratado os conceitos e situações referentes à decisão de utilização do lucro, quer seja pela retenção e reinvestimento ou a distribuição por meio de dividendos. No tópico 3 será exposta a estratégia metodológica utilizada. No tópico 4 são

apresentados os resultados da pesquisa, seguidos do tópico 5 com as considerações finais e o tópico 6 com as limitações e sugestões para pesquisas futuras.

2. DESTINAÇÃO DO LUCRO

2.1. DIVIDENDOS E RETENÇÃO DE LUCRO PARA REINVESTIMENTO

Como resultado de suas operações, as organizações gozam de lucro ou prejuízo. Neste trabalho não se discutirá a sistemática de apuração de lucro nem as distinções entre lucro contábil, financeira e econômica. A idéia de tratar lucros é, basicamente, a destinação de lucros por parte da empresa.

Para Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994, p. 7) “a retenção de lucros, em regra geral, é destinada à manutenção da capacidade física da empresa”. Entretanto, pode ser argumentado que o mesmo nível de capacidade existente no início do período não seja suficiente, por exemplo, para acompanhar o alargamento do mercado. Neste caso, para a empresa continuar a manter sua participação no mercado, é necessário um volume de investimento maior do que ela tinha inicialmente, decorrendo em necessidade de financiamento.

Sanvicente (1987) coloca que a decisão de financiamento é uma das mais importantes nas finanças empresariais. Essa afirmação é interessante por que, sabendo que o objetivo maior da administração financeira é maximizar a riqueza dos proprietários – acionistas (GITMAN, 2002), é incluído na decisão do lucro à distribuir a parcela dele necessária para investimento na manutenção do *marketshare*, para acompanhar o exemplo citado anteriormente, que não necessariamente se alinha a maximização da riqueza do proprietário, pelo menos no curto prazo.

Percebe-se, então, que a decisão financeira não somente observa os aspectos financeiros, como lucro e retorno ao acionista, mas também aspectos estratégicos, observando a participação no mercado como forma de obter vantagens estratégicas de escala, escopo e diversificação.

Essa justificativa para reter lucros está embasada no aumento da capacidade produtiva. Contudo, esse aumento se justifica pela percepção de um cenário otimista que, necessariamente, não está desenhado na mente do investidor, disso resulta que as decisões de destinação do lucro podem possuir assimetria da informação.

Modigliani e Miller (1958) afirmam que os dividendos possuem conteúdo informacional sempre que os gestores possuem mais informações que os investidores, utilizando assim estas informações para definir a taxa de dividendos correntes pagas aos investidores. Esta informação está sustentada no modelo de Lintner (1956), que considera alterações inesperadas nos dividendos como informações sobre os resultados futuros da empresa. Por esse fator, como bem assevera Sanvicente (1987), Passarelli e Bomfim (2003), Gitman (2002) e Assaf Neto e Lima (2009), a política de dividendos se torna uma decisão da administração que é fortemente influenciada por estímulos e expectativas do futuro, agindo, os gestores, com a racionalidade limitada que Simon (1979) conceituou como decisões tomadas em circunstâncias de limitadas informações quer sejam do ambiente quer sejam de compreensão do gestor.

Isso por que o gestor tem, basicamente, duas opções a destinar o lucro líquido que a empresa auferiu em suas operações: Reter e reinvestir ou distribuir, basicamente por meio de dividendos (SANVICENTE, 1987).

De acordo com González (1998, p. 70), os pesquisadores “tratam de procurar se na verdade toda mudança trás implícita uma mensagem, ou se as mensagens que podem ser transmitidas por uma declaração ou não-declaração estão previamente manipuladas pela gerência das empresas”, assumindo, portanto, que há assimetria de informação entre os gestores e investidores.

Nesse trabalho dar-se-á atenção especial à decisão de distribuir dividendos aos acionistas e seu respectivo efeito em diferentes variáveis. Obviamente que ao se falar da distribuição do lucro o que resta, após a distribuição, é o lucro retido para reinvestimento.

O dividendo é, de acordo com Gitman (2002), a principal variável do retorno do investimento para os acionistas, proprietários, com base no qual formulam o valor da ação, sendo ainda entendido como a parcela do lucro líquido de uma empresa que é distribuída aos seus acionistas mediante pagamento em dinheiro (ASSAF NETO; LIMA, 2009). Nesse ponto se percebe que a forma da ação é o valor presente dos benefícios futuros, benefícios esses medidos através do valor dos dividendos. Essa distribuição é representada por um indicador denominado *Payout*, que corresponde, então, à parcela do lucro líquido que a empresa pagou aos seus acionistas. Assim, deste ponto em diante, neste trabalho, usar-se-á a expressão *Payout* para representar dividendos, como de fato o é.

Nessa corrente, relacionando dividendo e valor da ação, há pesquisas que fornecem arcabouço teórico para interpretar empiricamente o preço da ação com base na expectativa de dividendos. Logo, nota-se que a decisão do gestor em distribuir ou não dividendos não tem impacto apenas na fonte de financiamento das atividades da empresa, como tradicionalmente se encara (ASSAF NETO; LIMA, 2009), mas sim, como espelho da gestão para os investidores. Para Gitman (2002), contém informações do desempenho atual e futuro da organização, bem como afirma Assaf Neto e Lima (2009).

Um fator importante na política de dividendos é o efeito clientela que, assevera Assaf Neto e Lima (2009), representa o perfil do investidor da empresa. Isso significa que a mesma política de dividendos, tendo como pressuposto que possam existir duas empresas completamente iguais, ao implementar a mesma política de dividendos, podem obter respostas diferentes, em virtude da singularidade dos investidores e de suas preferências (ASSAF NETO; LIMA, 2009).

3. ESTRATÉGIA METODOLÓGICA

Para a realização desta pesquisa foi empreendida uma pesquisa bibliográfica, sobretudo em periódicos nacionais e internacionais, a fim de identificar quais as relações entre dividendos e lucros futuros já identificadas.

Após esta coleta, aplicou-se a o índice de correlação entre as variáveis identificadas em uma empresa nacional, pois como coloca Stevenson (1981, p. 367), o “objetivo do estudo do estudo correlacional é a determinação da força do relacionamento entre duas observações emparelhadas”. Desta forma, a pesquisa pode ser classificada, de acordo com Gil (1999), como explicativa, dada a intenção de explicar o fenômeno estudado. Para isso, usou-se de levantamento documental, em fontes primárias, para coletar os dados.

A justificativa para empregar esta pesquisa em uma única empresa, configurando um estudo de caso, é que a análise individual das empresas pode demonstrar divergências da análise grupal, no sentido de que cada empresa possui características peculiares e que podem, ou não, pertencer ao *mainstream* de finanças quanto ao conteúdo informacional dos dividendos.

Os passos para a elaboração da pesquisa podem ser descritos como segue: a) Identificação das variáveis a serem relacionadas; b) Coleta das variáveis no software

Economática; c) Tabulação e ordenamento das variáveis; d) Cálculo do índice de correlação; e) Apresentação dos dados; f) Considerações finais.

Com relação às variáveis escolhidas para participar da relação, elencou-se, para verificar a relação com o índice *Payout* (pagamento de dividendos) as seguintes:

- 1) Lucro Líquido
- 2) Receita Bruta
- 3) Retorno sobre Investimento
- 4) Liquidez Seca

Todos os dados foram obtidos da base de dados *Economática*, na formatação de saída de dados “não consolidado”.

A razão para a escolha de várias medidas para correlacionar com o *Payout* é que, de acordo com alguns autores, dentre eles Santos *et al* (2008) e Hanlon, Myers e Shevlin (2006), não existe consenso sobre o conteúdo informacional dos dividendos nem tampouco sobre as variáveis que melhor representariam a existência do conteúdo informacional dos dividendos.

Por isso, neste trabalho, optou-se por relacionar o *Payout* com variáveis que não só o lucro líquido do exercício. Para correlacionar os dados foi utilizado o *software Excel* da Microsoft.

3.1. TIPIFICAÇÃO DA EMPRESA ANALISADA

Esta pesquisa consiste em uma única empresa, escolhida intencionalmente por ter caráter de retenção de lucros quando novas oportunidades surgem, bem como ser representativa em seu segmento de atuação, operando no mercado nacional e internacional. A empresa escolhida para realizar esta pesquisa foi a Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras.

A razão de realizar o estudo numa única empresa, frente aos estudos já citados que se desenvolveram adotando um conjunto de empresas, afora Martins *et al* (2009) que comparou dois bancos nacionais, reside no fato de que a política de dividendos pode ter impactos diferentes a depender do setor, do país e do impacto na economia. Por isso, a investigação será direcionada a apenas uma empresa. Assim, as conclusões serão representativas para a

empresa estudada e no período analisado, que compreende os anos de 1999 até 2008, 10 (dez) anos.

3.2. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção descreveremos as hipóteses a serem testadas. Após a revisão na literatura, foram levantadas 5 (cinco) hipóteses, como segue (quadro 1).

Quadro 1: Hipóteses desta pesquisa

HIPÓTESES	
H₀	Existe forte correlação positiva entre a variação no índice <i>Payout</i> presente e passado e variação nos lucros líquidos futuros
H₁	Existe forte correlação positiva entre variação no lucro líquido passado e presente e variação no índice <i>Payout</i> futuro
H₂	Existe forte correlação negativa entre variação no índice de <i>Payout</i> passado e presente e variação na Receita Bruta futura
H₃	Existe forte correlação negativa entre variação no índice <i>Payout</i> passado e presente e variação no Retorno do Investimento futuro, medido pelo ROI.
H₄	Existe forte correlação positiva entre variação na Liquidez Seca passada e presente e variação no índice <i>Payout</i> futuro.

Para todas as hipóteses a organização dos dados para testar a correlação deu-se da seguinte forma: Analisaram-se os dados no tempo presente para o índice *Payout* e as demais variáveis para o ano seguinte, ou seja, a matriz de análise foi formatada conforme matriz de correlação 1.

$$(\Delta \text{ Payout entre os anos } t_i \text{ e } t_{i+1}; \Delta \text{ outras variáveis entre os anos de } t_{i+1} \text{ e } t_{i+2}) \quad (1)$$

Percebe-se claramente que a variação do índice *Payout* foi relacionada à variação das demais variáveis no ano seguinte à variação do índice *Payout*, indicando a relação temporal do impacto na variação do *Payout* nas demais variáveis.

Para a hipótese H₀ e H₄, em decorrência dos debates entre os resultados apresentados na introdução deste trabalho, bem como descritas por Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994), aplicar-se-á a relação inversa, verificando se alguma variável estudada no passado e presente tem relação com a variação futura do *Payout*, em particular, o lucro líquido passado e presente

e a liquidez seca passada e presente. Para estas hipóteses, a relação foi, além da descrita anteriormente, a seguinte, descrita na matriz de correlação 2.

$$\begin{aligned} &(\Delta \text{ Lucro Líquido entre os anos de } t_i \text{ e } t_{i+1}; \Delta \text{ Payout entre os anos } t_{i+1} \text{ e } t_{i+2}) \\ &(\Delta \text{ Liquidez Seca entre os anos de } t_i \text{ e } t_{i+1}; \Delta \text{ Payout entre os anos } t_{i+1} \text{ e } t_{i+2}) \end{aligned} \quad (2)$$

Com esse arranjo, pretende-se verificar a influência do lucro líquido corrente na determinação do *Payout* futuro, bem como a variação na liquidez seca passada e presente da empresa na variação futura do *Payout*.

A variação para todos os dados trabalhados nesta pesquisa deu-se da seguinte forma, conforme equação 3.

$$\Delta = \frac{v_{i+1} - v_i}{v_i} \quad (3)$$

v = Valor da variável

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1. CORRELAÇÃO ENTRE ÍNDICE *PAYOUT* E LUCRO LÍQUIDO

Na tabela 1 mostra-se o resultado da correlação entre variação do *Payout* corrente e lucro líquido futuro, bem como variação do lucro líquido presente e *Payout* futuro.

Na correlação indicada por *PAYOUT-LL*, na tabela 1, verificou-se o relacionamento entre as mudanças no *Payout* (variação) entre os períodos de t_i e t_{i+1} e sua relação com a variação do lucro líquido entre os períodos t_{i+1} e t_{i+2} , como descrito na matriz 1 de correlação.

Os resultados apontam que a mudança no *Payout* tem fraca correlação com a mudança no lucro líquido no ano seguinte, bem como sinal contrário. Ou seja, a variação do lucro líquido no futuro tem fraca correlação, além de ser de sinais opostos, com variação do *Payout* corrente.

Tabela 1: Correlação entre variação no *Payout* passada e presente e variação futura no lucro líquido.

Exercício	Lucro Líquido		Dividendos		Correlação	
	Absoluto	Variação	<i>Payout</i>	Variação	<i>Payout-LL</i>	<i>LL-Payout</i>
2008	36.469.549,00	65,55%	28,59%	-4,38%	-0,3193	0,7974

2007	22.028.691,00	-15,48%	29,90%	-1,32%
2006	26.063.173,00	11,14%	30,30%	1,34%
2005	23.450.082,00	32,08%	29,90%	5,28%
2004	17.754.171,00	1,31%	28,40%	-11,80%
2003	17.524.706,00	78,76%	32,20%	14,18%
2002	9.803.754,00	-4,76%	28,20%	-23,58%
2001	10.293.890,00	1,32%	36,90%	45,85%
2000	10.159.370,00	473,52%	25,30%	-49,20%
1999	1.771.404,00		49,80%	

Fonte: Elaborado pelos autores

Várias pesquisas internacionais e nacionais, citadas na introdução deste trabalho, não encontram relação positiva entre dividendos presentes e passados e lucro líquido futuro, embora suas análises sejam mais sofisticadas do que a correlação entre variações, metodologia empregada neste trabalho.

Com este resultado, rejeita-se a H_0 , dado que a hipótese previa relação forte e positiva, e o encontrado foi relação negativa e fraca.

Contudo, a tabela 1 contém outra correlação, desta vez, entre a variação do lucro líquido no período de t_i e t_{i+1} com a variação do *Payout* no período de t_{i+1} e t_{i+2} . Nesta correlação, que aceita a H_1 , houve a confirmação de que há relação positiva e forte (0,7974) entre variação no lucro líquido passado e presente e variação no *Payout* futuro.

Isso indica que o *Payout* futuro tem relação com o lucro líquido passado e presente, atestando, para esta empresa, os resultados da pesquisa de Benartzi, Michaely e Thaler (1997) em empresas norte americanas.

4.2. CORRELAÇÃO ENTRE ÍNDICE *PAYOUT* E RECEITA BRUTA

Na tabela 2 encontram-se os dados para o teste da hipótese H_2 . Nela, a relação é entre *Payout* e Receita Bruta.

Considera-se receita bruta o valor, de acordo com Silva (2007), do faturamento bruto da empresa, pela multiplicação da quantidade pelo preço dos produtos e mercadorias vendidas.

Tabela 2: Correlação entre a variação no *Payout* passado e presente e variação futura na Receita Bruta

Exercício Social	Receita Bruta		Dividendos		Correlação <i>Payout-RB</i>	Correlação <i>LR-RB</i>
	Absoluto	Variação	<i>Payout</i>	Variação		

2008	207.990.449,00	22,17%	28,59%	-4,38%	-0,2768	0,2693
2007	170.244.954,00	4,94%	29,90%	-1,32%		
2006	162.225.973,00	12,92%	30,30%	1,34%		
2005	143.665.730,00	19,70%	29,90%	5,28%		
2004	120.024.727,00	11,80%	28,40%	-11,80%		
2003	107.361.242,00	30,40%	32,20%	14,18%		
2002	82.334.499,00	20,47%	28,20%	-23,58%		
2001	68.342.118,00	19,49%	36,90%	45,85%		
2000	57.196.072,00	56,04%	25,30%	-49,20%		
1999	36.654.037,00		49,80%			

Fonte: Elaborado pelos autores

O resultado encontrado pela correlação representada pela expressão *PAYOUT-RB*, tabela 2, indica que a H_2 foi parcialmente aceita, dado que a correlação é negativa, porém, fraca.

O índice de correlação encontrado (- 0,2768) indica que a redução de *Payout* corrente se relaciona com o aumento da receita bruta no ano seguinte, porém, com fraca relação. O motivo para relacionar tais variáveis, embora não presente em pesquisas anteriores, é verificar que tipo de investimento a organização empreendeu com a retenção do lucro, que é encontrado subtraindo-se do lucro o *Payout*.

Embora somente pelo índice não se possa inferir algo mais consistente, nota-se que a retenção de lucros, o contrário de distribuição de lucros ou *Payout* e representado na tabela 2 como LR – Lucro Retido, tem relação positiva com a receita bruta (0,2693), ou seja, a variação no lucro retido tem relação positiva com a variação na receita bruta, embora com fraca relação.

4.3. CORRELAÇÃO ENTRE ÍNDICE *PAYOUT* E RETORNO DO INVESTIMENTO (*ROI – RETURN ON INVESTMENT*)

Para Iudícibus (2009), retorno do investimento consiste na representatividade que o lucro líquido tem em relação ao total de investimento, representado pelo total de ativo.

Na tabela 3 apresenta-se o teste para a hipótese H_3 , que relaciona o *Payout* com o retorno do investimento, ou rentabilidade do ativo, como é classificado na *Econômica*.

Essa relação não é encontrada nas pesquisas anteriormente citadas, porém, é uma característica de investimento e, como indicado em outras partes deste trabalho, a política de

dividendos, aqui apresentada pelo *Payout*, pode e deve ser entendida como uma política de investimento.

Sendo assim, é de se esperar que um aumento na retenção de lucros para reinvestimento, ou a redução no *Payout*, tenha relação positiva e forte com a rentabilidade do ativo no futuro, que indica a rentabilidade dos investimentos.

Como apresentado na tabela 3, com a nomenclatura de correlação *PAYOUT-ROI*, a H_3 é parcialmente aceita, dado que a relação encontrada não é forte.

Tabela 3: Correlação entre variação passada e presente no *Payout* e variação futura no Retorno do Investimento (ROI)

Exercício	ROI		Dividendos		Correlação		
	Social	Absoluto	Variação	<i>Payout</i>	Variação	<i>Payout-ROI</i>	<i>LR-ROI</i>
2008		11,7	12,50%	28,59%	-4,38%	-0,5165	0,2745
2007		10,4	-28,28%	29,90%	-1,32%		
2006		14,5	-4,61%	30,30%	1,34%		
2005		15,2	17,83%	29,90%	5,28%		
2004		12,9	-11,64%	28,40%	-11,80%		
2003		14,6	48,98%	32,20%	14,18%		
2002		9,8	-31,47%	28,20%	-23,58%		
2001		14,3	-8,33%	36,90%	45,85%		
2000		15,6	387,50%	25,30%	-49,20%		
1999		3,2		49,80%			

Fonte: Elaborado pelos autores

O resultado indica que a variação no índice *Payout* tem relação negativa com a variação no ROI (*Return on Investment*), em outras palavras, o resultado indica que a variação no lucro retido, contrário do *Payout*, corrente e passado tem relação positiva com a variação no ROI no futuro, embora fraca (0,2745).

Embora em outras pesquisas não se tenha evidenciado isso explicitamente, partindo das evidências confirmadas nesta pesquisa, de que a H_0 é parcialmente rejeita, ou seja, a variação no índice *Payout* tem fraca relação com a variação no lucro líquido futuro, sugere que o reinvestimento promovido pela retenção de lucros proporciona variação do ROI no mesmo sentido, embora essa assertiva baseia-se na simples relação entre as variáveis e se apresenta como fraca.

4.4. CORRELAÇÃO ENTRE ÍNDICE *PAYOUT* E LIQUIDEZ SECA

Liquidez seca, para Iudícibus (2009) e Silva (2007), indica quanto a empresa possui em disponibilidades (dinheiro, depósitos bancários a vista e aplicações financeiras de liquidez imediata), aplicações de curto prazo e duplicatas a receber, para fazer frente a seu passivo circulante. Para os referidos autores, o pagamento de dividendos, *Payout*, é uma obrigação classificada no curto prazo, portanto, afeta a liquidez seca e tem como restrição para seu cumprimento a disponibilidade de recursos pela empresa.

A tabela 4 apresenta os resultados do teste da H_4 , que tem por expectativa evidenciar o relacionamento entre o *Payout* e a liquidez seca da organização. Esse relacionamento não foi estudado nas pesquisas consultadas, contudo, vários autores, entre eles Sanvicente (1987), Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994), Passarelli e Bomfim (2003) e Silva (2005) afirmam que a liquidez da empresa, tratada por eles como fluxo de caixa de curto prazo, é um fator que afeta a política de dividendos, como Gitman (2002, p. 478) afirma, “embora os dividendos sejam deduzidos dos lucros retidos, eles são pagos com caixa”, ou seja, o desembolso no pagamento de dividendos é um desembolso “não-operacional” (PADOVEZE; FREZATTI; BENEDICTO, 1994, p. 8), sendo assim, seu planejamento decorre da existência de fundos para fazer frente a este pagamento.

Diante dessa prévia relação, relaciona-se na tabela 4 tanto a variação no *Payout* passado e presente com a variação na Liquidez Seca futura, quanto relacionamos a variação na Liquidez Seca passada e presente com a variação no *Payout* futuro.

Tabela 4: Correlação entre variação passada e presente na Liquidez Seca e variação futura no *Payout*

Exercício Social	Liquidez Seca		Dividendos		Correlação		
	Absoluto	Variação	<i>Payout</i>	Variação	<i>LS-Payout</i>	<i>Payout-LS</i>	<i>LR-LS</i>
2008	0,3	-40,00%	28,59%	-4,38%	0,3249	-0,6645	0,5365
2007	0,5	-28,57%	29,90%	-1,32%			
2006	0,7	0,00%	30,30%	1,34%			
2005	0,7	40,00%	29,90%	5,28%			
2004	0,5	-28,57%	28,40%	-11,80%			
2003	0,7	40,00%	32,20%	14,18%			
2002	0,5	-37,50%	28,20%	-23,58%			
2001	0,8	14,29%	36,90%	45,85%			
2000	0,7	75,00%	25,30%	-49,20%			
1999	0,4		49,80%				

Fonte: Elaborado pelos autores

Dos resultados apresentados sob a nomenclatura de *LS-PAYOUT*, tabela 4, a interpretação interessante é a indicada pelo índice de correlação 0,3249, indicando que a variação na Liquidez Seca passada e presente tem relacionamento positivo, embora fraco, com a variação no *Payout* futuro.

A outra correlação indicada na tabela 4, *PAYUOT-LS*, de valor -0,6645, indica que a variação no pagamento de dividendos presente e passado tem relação negativa e moderada com a variação futura da Liquidez Seca. Em outras palavras, a variação na retenção de lucro passada e presente tem relação positiva e moderada com a variação de Liquidez Seca futura (0,5365).

Com estes resultados, a H_4 é parcialmente aceita, indicando que a variação na Liquidez Seca no passado e presente tem relação com a variação no *Payout* futuro, embora fraca.

Essa constatação, embora já elencada na literatura, principalmente em livros didáticos, não tinha ainda sido empiricamente verificada, contudo, para a empresa em análise, há uma fraca correlação positiva entre a variação na Liquidez Seca presente e passada e *Payout* futuro.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como resultado desta pesquisa apresenta-se o quadro 1 com o resumo dos testes das hipóteses. Verificou-se, como demonstrado no quadro 1, que a hipótese H_0 foi parcialmente aceita, indicando que, para a empresa estudada, os dividendos possuem conteúdo informacional, uma vez que tem relação com o lucro líquido futuro.

Quadro 1: Resultado resumido do teste das hipóteses.

QUADRO DE TESTE DAS HIPÓTESES			
HIPÓTESE	RESULTADO DO TESTE		RESULTADO FINAL
	CORRELAÇÃO	TABELA	
H_0 : Existe forte correlação positiva entre a variação no índice <i>Payout</i> presente e passado e variação nos lucros líquidos futuros;	-0,3193	1	Rejeitada
H_1 : Existe forte correlação positiva entre variação no lucro líquido passado e presente e variação no índice <i>Payout</i> futuro;	0,7974	1	Totalmente aceita

H ₂ : Existe forte correlação negativa entre variação no índice de <i>Payout</i> passado e presente e variação na Receita Bruta futura.	-0,2766	2	Parcialmente aceita
H ₃ : Existe forte correlação negativa entre variação no índice <i>Payout</i> passado e presente e variação no Retorno do Investimento futuro, medido pelo ROI.	-0,5165	3	Parcialmente aceita
H ₄ : Existe forte correlação positiva entre variação na Liquidez Seca passada e presente e variação no índice <i>Payout</i> futuro.	0,3249	4	Parcialmente aceita

Fonte: Elaborado pelos autores

Já a H₁ foi totalmente aceita para a empresa em questão. Isso indica que é forte e positivo o relacionamento entre a variação no lucro líquido passado e presente e no *Payout* futuro.

Esse resultado, embora utilizando uma estatística não-sofisticada, indica que, para a empresa em questão, o *mainstream* de finanças, que indica que o *Payout* ou dividendos não contém conteúdo informacional, é verificado, pois as variações no *Payout* presente e passado se relacionaram negativamente e fraca com a variação futuro do lucro líquido.

Apresentam-se, nesta pesquisa, três outras relações encontradas. Na primeira, a variação no *Payout* passado e presente tem relação com a variação da receita bruta futura, embora essa relação seja fraca e negativa. Ou seja, a variação no lucro retido tem relação com a variação na receita bruta, de forma positiva e fraca. Na segunda, a variação no *Payout* presente e passado tem relação com a variação na rentabilidade futura do ativo, de maneira fraca e negativa. Assim, a variação no lucro retido presente e passado tem relação positiva e fraca com a variação futura da rentabilidade do ativo. Por última, a variação na Liquidez Seca presente e passada tem relação fraca e positiva com a variação futura do *Payout*, indicando a relação entre a variação da Liquidez Seca e a variação do *Payout*.

Por fim, este trabalho analisou uma empresa intencionalmente selecionada quanto a pesquisas realizadas no Brasil e no mundo a respeito do conteúdo informacional dos dividendos e conclui que não há evidências empíricas que comprovem o conteúdo informacional dos dividendos na predição dos lucros futuros, aqui considerado como lucro líquido do ano seguinte. Em verdade, encontrou-se correlação entre a liquidez seca presente e passada com a variação de *Payout* futuro, não indicada em pesquisas anteriores mas já descrita em livros textos de finanças empresarial.

Ainda, constatou-se que a variação no lucro retido passado e presente tem relacionamento positivo com a variação do ROI no futuro, considerando futuro, nesta pesquisa, o ano seguinte.

6. LIMITAÇÕES E SUGESTÕES PARA PESQUISAS FUTURAS

Como limitações da pesquisa apontamos o corte temporal de 10 (dez) anos como sendo limitador da análise, haja visto que uma análise longitudinal ao invés de transversal revelará mais dados para análise de relação entre as variáveis estudadas, bem como o aprofundamento no uso de estatística, por meio de modelos representativos e regressões, aumentando o poder de explicação do relacionamento entre as variáveis para o caso em análise.

Além disso, o número de empresas deve ser considerado em pesquisas futuras, replicando o estudo em todas as empresas listadas em bolsa, contudo, analisando por segmento de atuação, na busca de identificar particularidades por segmentos de atuação. Logo, sugere-se analisar mais de uma unidade de análise, como foi a estratégia desta pesquisa, porém, não toda a população de empresas. A proposta para pesquisas futuras é analisar por segmento econômico, indicando, tanto para pesquisadores quanto para investidores, características dos setores econômicos.

Como proposta para pesquisas futuras, sugere-se, ainda, relacionar retenção de lucro ou índice *Payout* com variáveis não financeiras, tais como *marketshare*, tentando relacionar a retenção de lucro com o tipo de reinvestimento realizado, proporcionando um entendimento maior das decisões de investimento dos gestores.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.
- BENARTZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past? **Journal of Finance**, n. 52, p. 1007-1034, 1997.
- BRAGA, V. C. G.; BRAGA, E. **O reinvestimento do lucro proporcionando aumento na rentabilidade do acionista brasileiro nos setores de siderurgia, metalurgia, papel e celulose, bebidas e fumo, no período de 2002 a 2006**. In: Seminário em Administração (SEMEAD), XI, 28-29 Ago., São Paulo (SP), 2008.

- CASTRO, M. L.; FREIRE, H. V. L. **A relação entre lucros anormais e dividendos: Um estudo empírico das empresas com ações listadas na Bovespa.** *In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, V, 10-11 Out., São Paulo (SP), 2005.
- FREIRE, H. V. L. *et al.* Dividendos e lucros anormais: Um estudo nas empresas listadas na BOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças (RIC)**, n. 39, p. 47-67, Set./Dez., 2005.
- GITMAN, L. J. **Princípios da Administração Financeira**. 10 ed. São Paulo: Pearson Education, 2004.
- GONZÁLEZ, P. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. **Caderno de Estudos FIEPECAFI**, v. 10, n. 19, p. 70-81, Set/Dez, 1998.
- GRULLON, G. *et al.* Dividend changes do not signal changes in future profitability. **Journal of Business**, v. 78, n. 5, p. 1659-1682, Sept., 2003.
- HANLON, M.; MYERS, J.; SHEVLIN, T. The information content of dividends: Do dividends provide information about future earnings? **Harvard Business School – Working paper**, 2001. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/units/am/pdf/michellehanlon.pdf>>. Acesso em: 18 de Out. 2009.
- IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 10 ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. **American Economic Review**, n. 46, p. 97-113, 1956.
- MARTINS, O. S. *et al.* Uma investigação sobre a relação entre reinvestimento e rentabilidade na agregação de valor às empresas: Um estudo comparativo de dois bancos brasileiros. **Revista de Informação Contábil (RIC)**, v. 3, n. 1, p. 40-57, Jan./Mar., 2009.
- MILLER, M; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **Journal of Finance**, n. 40, v. 4, p. 1030-1051, 1985.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. **The American Economic Review**, v. 48, n. 3, p. 261-297, Jun., 1958.
- NISSIN, Z.; ZIV, A. Dividends changes and future profitability. **Journal of Finance**, n. 56, p. 2111-2133, 2001.
- PADOVEZE, C. L.; FREZATTI, F.; BENEDICTO, G. C.; A decisão de distribuição de lucros: Alguns aspectos que envolvem esta decisão. **Caderno de Estudos FIEPECAFI**, n. 11, Jun., 1994.
- PASSARELLI, J.; BOMFIM, E. A.; **Orçamento empresarial: Como elaborar e analisar**. São Paulo: IOB-Thomson, 2003.
- PINTO, A. C. F. **O conteúdo informativo de dividendos: Evidências no Brasil.** *In: Encontro Brasileiro de Finanças*, II, Rio de Janeiro (RJ), 2002.
- SANTOS, J. O. *et al.* **Conteúdo informacional: Uma análise da relação entre lucros e dividendos.** *In: Seminário em Administração (SEMEAD)*, XI, 28-29 Ago, São Paulo (SP), 2008.
- SANVICENTE, A. Z. **Administração Financeira**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1987.
- SILVA, E. C. **Como administrar o fluxo de caixa das empresas**. São Paulo: Atlas, 2005.
- SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. 8 ed. 2 reimp. São Paulo: Atlas, 2007
- SIMON, H. **Comportamento Administrativo: Estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas**. 3 ed. Rio de Janeiro: Ed. da Fundação Getúlio Vargas, 1979.
- STEVENSON, W. J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.