

Inspere Instituto de Ensino e Pesquisa

Ciências Econômicas

Alex Augusto Simões Moussalli

**Dividendos e preços de ações de empresas abertas a mercado,
uma análise contemporânea do cenário brasileiro**

São Paulo

2021

Alex Augusto Simões Moussalli

**Dividendos e preços de ações de empresas abertas a mercado,
uma análise contemporânea do cenário brasileiro**

**Monografia apresentada ao programa de
graduação em Ciências Econômicas como
requisito parcial para a obtenção do título de
Bacharel em Economia do Insper Instituto de
Ensino e Pesquisa**

Orientador: Prof. Fabrício Kiyokawa

São Paulo

2021

Resumo

Os dividendos são uma parte fundamental do mundo das finanças e conceito inicial para qualquer investidor. Na literatura a relação dividendos e apreciação de capital é amplamente discutida, sempre visando as regras que o determinam. Dessa maneira os veículos de menores tributação são preferidos e de maior valor. Estudos em vários contextos mundiais foram realizados. Assim este estudo utiliza uma regressão para melhor compreender o contexto brasileiro. Resultados indicam que as teorias tradicionais não se aplicam ao contexto brasileiro com uma relação negativa entre as variáveis citadas.

Palavras-chave: Dividendos. Preços de ativos de capital. CAPM (Capital Asset Pricing Model). Taxas de tributação

Abstract

Dividends are a fundamental part of the world of finance and an initial concept for any investor. In the literature, the relationship between dividends and capital appreciation is widely discussed, always looking at the rules that determine it. In this way, vehicles with lower taxation are preferred and of greater value. Studies in various world contexts were carried out. Thus, this study uses a regression to better understand the Brazilian context. Results indicate that traditional theories do not apply to the Brazilian context with a negative relationship between the variables mentioned.

Keywords: Dividends. Capital Asset Prices. CAPM (Capital Asset Pricing Model). Tax rates

Sumário

1	Introdução	6
2	Revisão de Literatura	15
3	Metodologia	17
4	Resultados	19
5	Discussão	21
6	Conclusão	22
7	Bibliografia.....	23

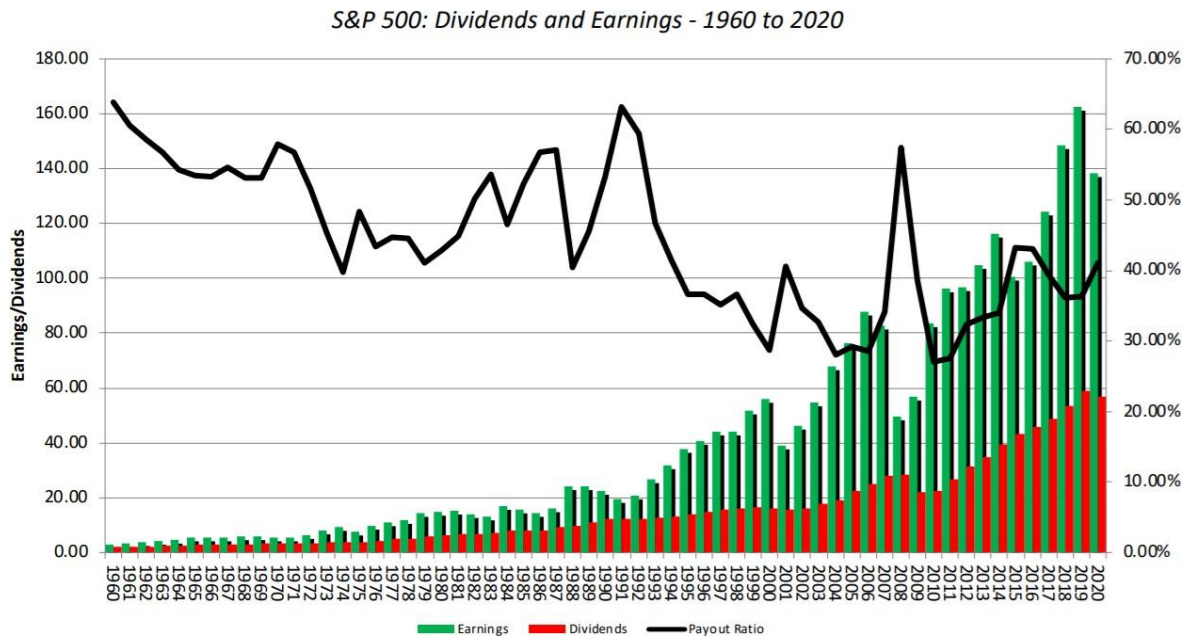
1 Introdução

Ao se adentrar no mundo de investimentos, se aprender sobre diversos ativos e mecanismos de rendimento. A diversificação se torna um dos pilares para qualquer um, evitando exposição excessiva a certos riscos. Assim uma alocação no mercado de ações é praticamente indispensável para qualquer portfólio. Nesse universo, existem dois principais veículos de valorização do capital: dividendos e aumento do preço do ativo.

Dividendos são um dos aspectos mais básicos e mais fundamentais para qualquer investidor na bolsa de valores. A necessidade de investir em empresas alinhadas com o seu interesse deve ser uma das prioridades, priorizando setores como o setor bancário, caso prefira o dinheiro na conta, proveniente de dividendos. Ao se aprofundar no tema, nota-se que há duas perspectivas a serem consideradas: da empresa e de investidores.

Aswath Damodaran, um dos mais renomados especialistas de *valuation*, argumenta que dividendos devem ser considerados apenas no final de decisão da empresa. Isso significa que ela deve tomar todas suas decisões operacionais e financeiras ótimas, e apenas pensar em distribuir dividendos com o lucro proveniente. Porém nota-se que este não é o caso dado a “viscosidade” desse instrumento, evidenciada nos dividendos pagos pelos componentes do S&P 500 em 2008. Apesar da performance desastrosa durante o ano, devido à crise financeira, um leve aumento nos dividendos pagos ocorreu ao mesmo tempo que seus lucros estavam diminuindo drasticamente. Esse comportamento pode ser explicado através da ideia em que diminuição de dividendos sinaliza ao mercado uma piora da empresa, podendo resultar em uma queda consequente do preço da ação.

Figura 1 – Dividendos e resultados financeiros do S&P 500 no período de 1960 até 2020.



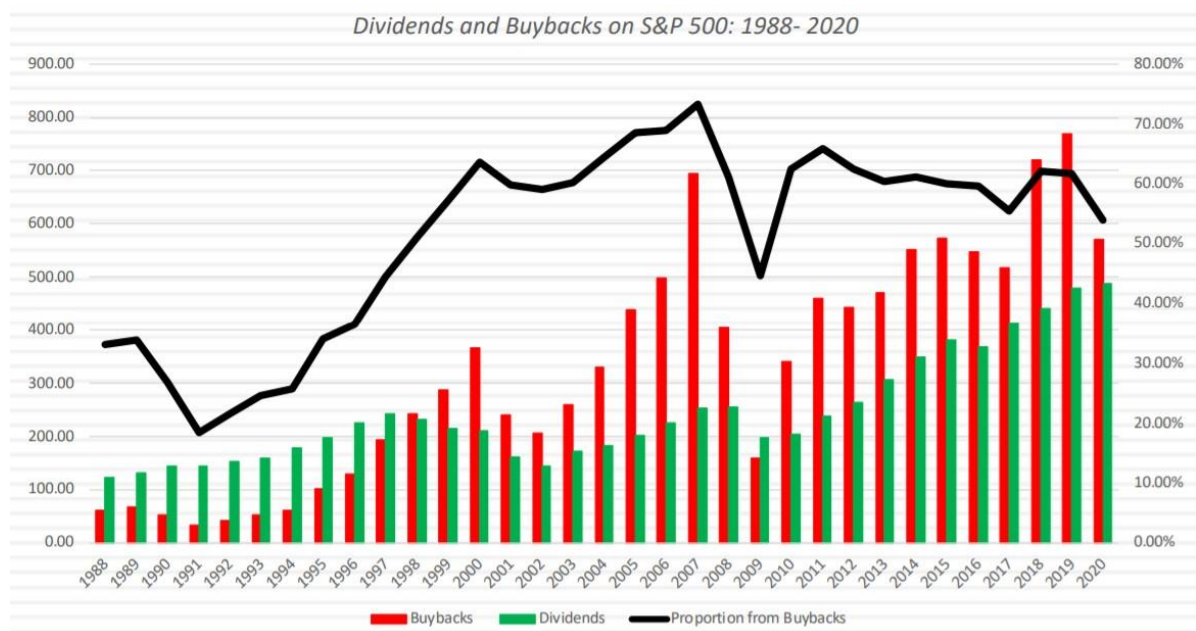
Fonte: Apresentação de slides do Damodaran do seu curso de *Corporate Finance* da New York University (NYU).

O autor também argumenta defende o *life cycle of dividend policy*. Sob a perspectiva dos tomadores de decisão dos executivos da companhia, nele uma empresa embrionária não deve distribuir dividendos de modo a reinvestir seus lucros e focar em crescimento. Ao se maturar, as oportunidades de projetos interessantes vão se esgotando, assim ela deverá priorizar a alocação de capital para projetos internos com ROI positivo. No final de seu ciclo de vida, a empresa deve focar em retribuir os seus acionistas financeiramente, por conta da escassez de projetos de boa qualidade resultando em um ROI negativo, retribuindo generosos dividendos.

Regressando a ótica do investidor, é fácil compreender seus objetivos, maximizar o seu retorno enquanto corre o menor risco possível. Dessa maneira existem 2 meios em que a compra de ações pode remunerar o acionista: dividendos e apreciação dos papéis. No primeiro a companhia está devolvendo parte do lucro de modo recompensar o proprietário dos títulos. Enquanto o segundo pode ocorrer em duas vias: aumento de demanda dos papéis, em que perspectivas positivas sobre a empresa aumenta o apetite de investidores e aceitam pagar maiores valores, ou recompra de ações, em que a firma adquire uma porção das participações, sendo benéfico para o acionista através da venda do ativo por ganho.

Dessa maneira a governança possui uma escolha de como compensar os outros componentes dessa transação. Dado as características observadas, está se notando um aumento de recompras em relação a dividendos, dado que este instrumento é considerado um comprometimento de curto prazo. Existem três notáveis teorias a respeito de qual instrumento é mais benéfico para a maximização da utilidade dos investidores.

Figura 2 – Dividendos, recompras e sua proporção relativa do S&P 500 no período de 1988 até 2020.



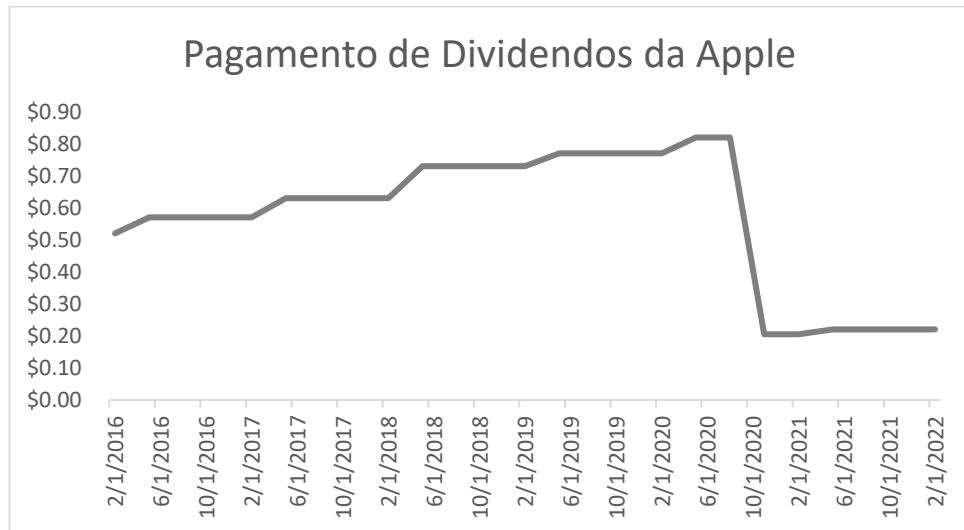
Fonte: Apresentação de slides do Damodaran do seu curso de *Corporate Finance* da New York University (NYU).

Essa mudança no cenário norte americano é um forte indicativo de mudanças no futuro brasileiro e mundial, como em vários aspectos os Estados Unidos são líderes de inúmeras tendências. Um princípio disso já está sendo notado por investidores brasileiros, ao passo de 18 companhias conhecidas pelo seu alto pagamento de dividendos, Odontoprev e Bradesco dentre elas, anunciarem mudanças de remuneração. A reação delas será exatamente aumentar, ou iniciar, a recompra de ações. Isso é uma resposta direta a possibilidade do aumento no imposto a dividendos. Caso esse cenário se concretize, empresas com foco em recompra de ações será estritamente preferível a empresas pagadoras de dividendos dado que

ambas poderão performar identicamente, mas donos da primeira serão beneficiados mais monetariamente.

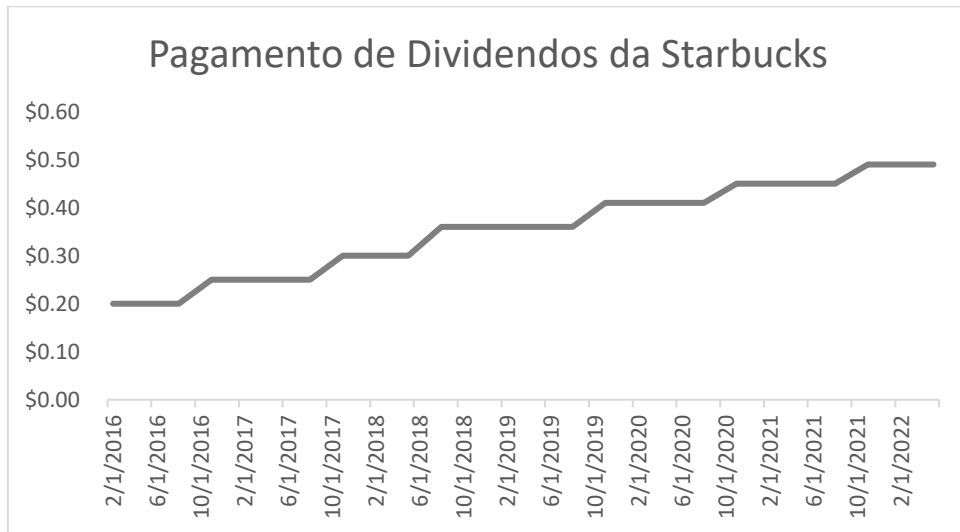
Porém é necessário apontar a diferença de política de dividendos do cenário do país norte-americano para o cenário brasileiro. A política de dividendos norte americana se aproxima de um pagamento de cupons, sendo extremamente semelhante a uma renda fixa. Isso significa que a periodicidade é sempre respeitada, logo pagamento em dólar de cada trimestre. Além disso, é mantida um valor de dividendos para cada ano. Abaixo estão o gráfico de 4 grandes empresas americanas selecionadas aleatoriamente para ilustrar esse ponto.

Figura 3 – Pagamento de dividendos da companhia Apple de 2016 até 2022.



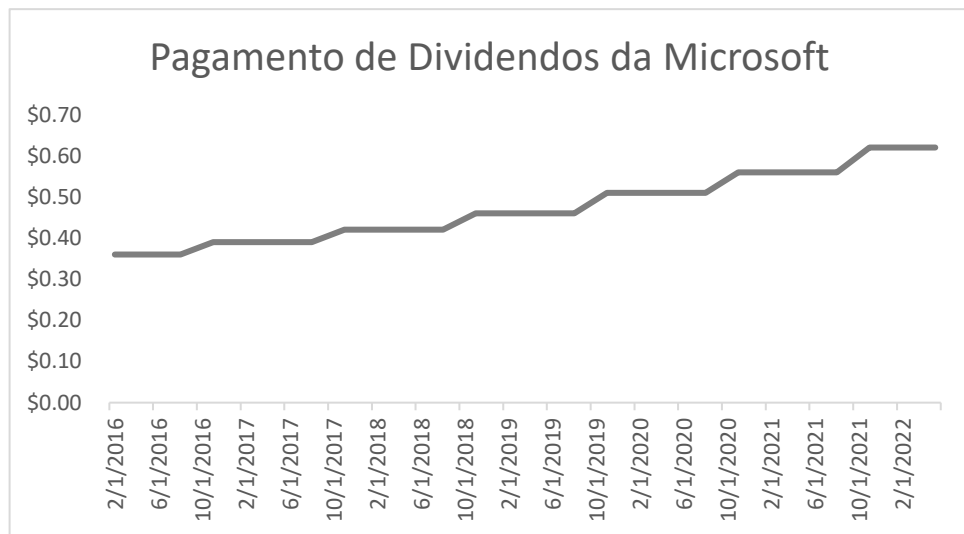
Fonte: Dados provenientes da Nasdaq, gráfico elaboração própria.

Figura 4 – Pagamento de dividendos da companhia Starbucks de 2016 até 2022.



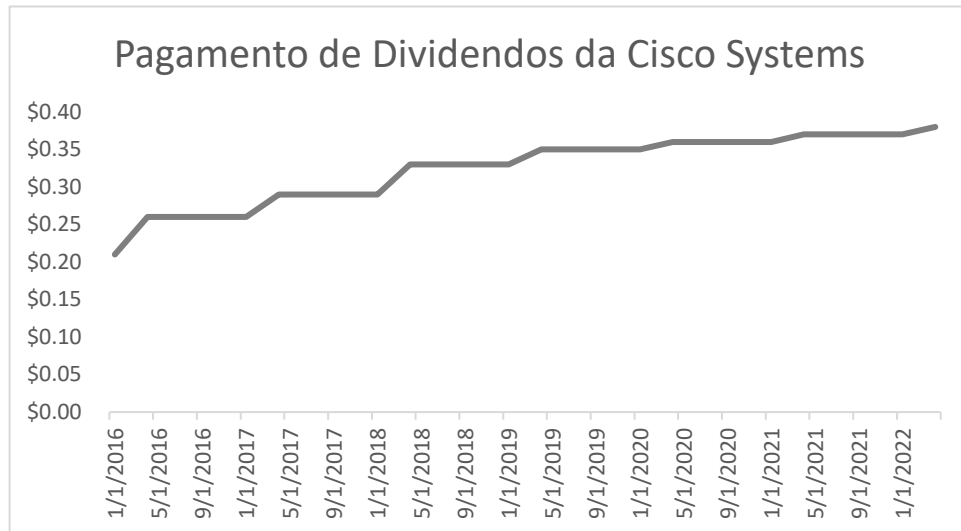
Fonte: Dados provenientes da Nasdaq, gráfico elaboração própria.

Figura 5 – Pagamento de dividendos da companhia Microsoft de 2016 até 2022.



Fonte: Dados provenientes da Nasdaq, gráfico elaboração própria.

Figura 6 – Pagamento de dividendos da companhia Cisco Systems de 2016 até 2022.

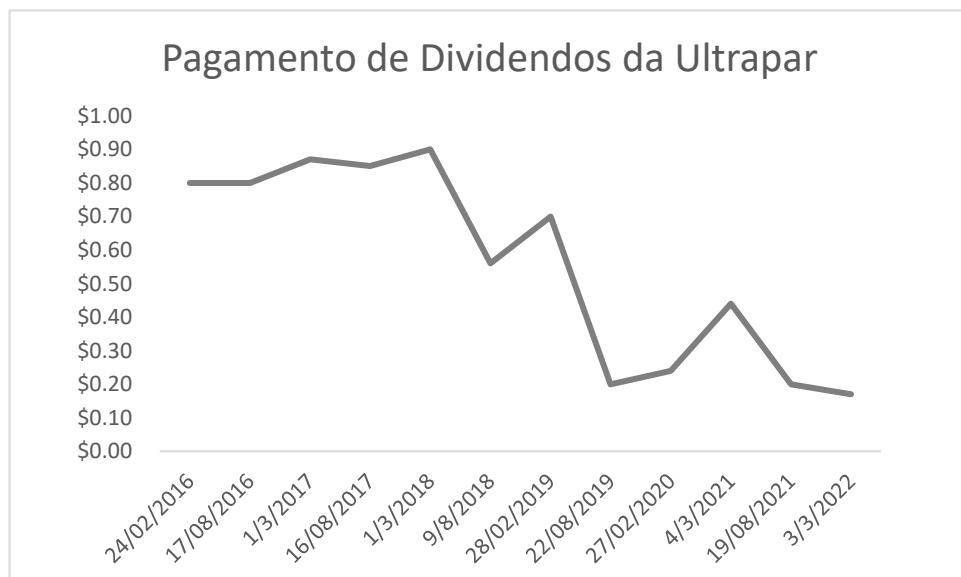


Fonte: Dados provenientes da Nasdaq, gráfico elaboração própria.

Como observado, todas imagens comprovam as afirmações anteriores. O único que pode causar indagações na mente do leitor é o primeiro dado a queda ocorrida em 2020, essa é proveniente de um stock split 4 para 1. Assim se ajudarmos os dividendos de acordo com o ocorrido, nota-se que a paridade teria se mantido.

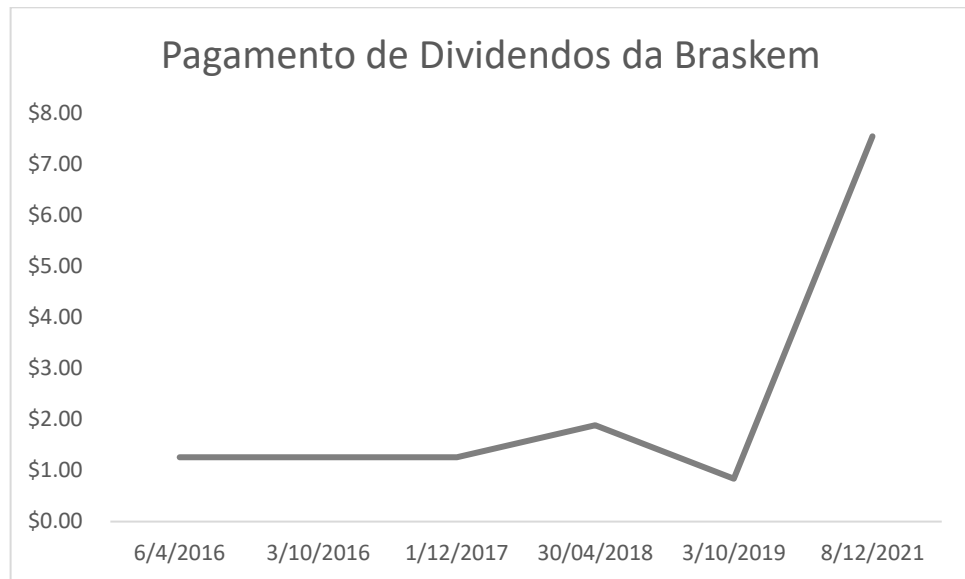
O mesmo foi realizado para 4 empresas brasileiras. Pode-se notar que nenhuma das características citadas para o cenário americano encontram-se aqui. Os períodos de pagamento não são tão regulares, e principalmente os dividendos não seguem a consistência no nível americano, oscilando muito mais. Dessa forma o dividendo brasileiro é muito mais dependente na governança da empresa e sua performance.

Figura 7 – Pagamento de dividendos da companhia Ultrapar de 2016 até 2022.



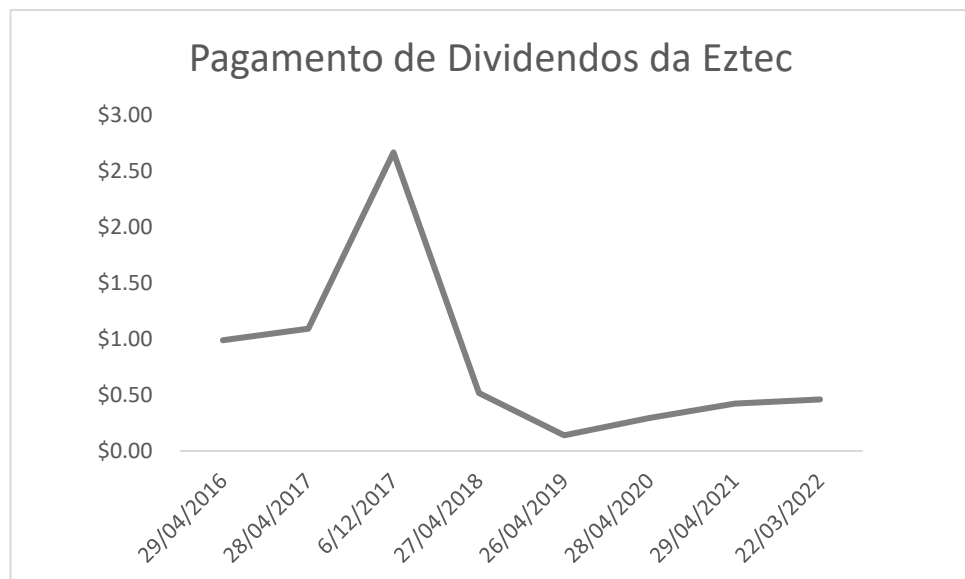
Fonte: Dados provenientes da B3, gráfico elaboração própria.

Figura 8 – Pagamento de dividendos da companhia Braskem de 2016 até 2022.



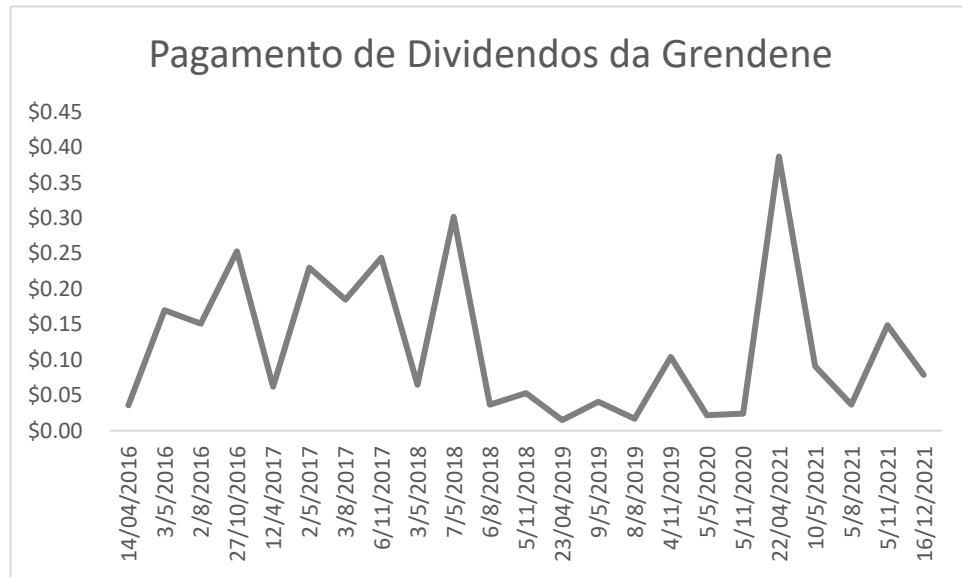
Fonte: Dados provenientes da B3, gráfico elaboração própria.

Figura 9 – Pagamento de dividendos da companhia Eztec de 2016 até 2022.



Fonte: Dados provenientes da B3, gráfico elaboração própria.

Figura 10 – Pagamento de dividendos da companhia Grendene de 2016 até 2022.



Fonte: Dados provenientes da B3, gráfico elaboração própria.

Dessa maneira esse estudo se torna algo relevante para todos os investidores, ao se testar a hipóteses a respeito de dividendos e *capital gains* e entendendo melhor a sua relação. Com essas informações, alocadores de capitais, principalmente os atuantes no mercado brasileiro, serão munidos de conhecimentos que poderão ser decisivos em suas próximas escolhas de investimentos. Em suma, o objetivo desse estudo será entender melhor a relação entre dividendos e valorização do preço da ação de modo a compreender melhor o cenário das companhias nacionais e por consequência tomar decisões de investimentos mais eruditas.

2 Revisão de Literatura

As três principais teorias aceitas pela academia possuem diferentes premissas, dessa forma chegando em distantes conclusões. Todos possuem embasamento teórico e empírico, não sendo descartados. A primeira argumenta uma neutralidade entre dividendos e ganhos de capital, a segunda prevê um efeito negativo de dividendos em preços enquanto a terceira visa um efeito positivo de dividendos.

Miller e Modigliani (1961) e Miller e Scholes (1982) visam a completa substitutividade desse ganho. Tornando a política de pagamento de dividendos da empresa algo indiferente, dado que o investidor terá os seus ganhos de capital independente. Uma das premissas importantes dessa escola de pensamento é a mesma taxa de tributação para ambos os instrumentos. Essa teoria pode ser estudada mais a fundo futuramente no contexto brasileiro quando mais dados forem disponibilizados, dado que a Câmara dos Deputados já aprovou a alíquota de 15% de tributação sobre dividendos, que iniciará em primeiro de janeiro de 2022.

A segunda escola notou a maior tributação de dividendos em relação à tributação de apreciação de capital, como observado no cenário norte americano no século XX. Nessa situação é preferível ao investidor empresas que não paguem dividendos, dado que este irá reter mais lucros com estas. Suponha duas firmas idênticas, exceto a segunda paga dividendos. Os alocadores de capital irão realizar *valuations* e notar que a política de dividendos da primeira significa um maior retorno líquido para ele.

A última visa o lado positivo dos dividendos, considerado para agentes em que não há pagamento de tributos sobre dividendos. Sendo de extrema relevância para fundos de pensão americanos e o contexto brasileiro. Aqui a maximização da utilidade está dentro de políticas agressivas de pagamentos de dividendos, dado as regras do jogo ditarem as preferências dos fundos.

Os estudos de Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979), incorporaram os impostos em seus modelos. Chegando à conclusão esperada de que empresas com maiores pagamentos de dividendos devem ter maiores expectativas de retornos, de modo a compensar a perda de parte do lucro por conta da tributação. Finalizando o artigo Dempsey Gunasekarage e Troung (2019) também visa entender a relação entre as variáveis no contexto Australiano, deparando com uma relação negativa entre as variáveis discutidas.

E como escrito em Dhaliwal, Krull, Li e Moser (2005, p. 676, tradução do autor ou tradução livre) “Estudos mais recentes, como os de Naranjo, Nimalendran e Ryngaert [1998], Ayers, Cloyd e Robinson [2002] e Dhaliwal, Li e Trezevant [2003], abordar essas preocupações metodológicas e encontrar evidências de que aparentam ser consistente com a capitalização do imposto sobre dividendos. No entanto, uma importante limitação nesses estudos é que eles usam os retornos realizados para examinar o efeito dos impostos sobre dividendos sobre os retornos das ações porque ex ante exigia voltas não estão prontamente disponíveis. A teoria requer uma medida ex ante de retorno exigido. Além disso, as descobertas de Fama e French [1997], Claus e Thomas [2001], e Gebhardt, Lee e Swaminathan [2001] sugerem que o uso de retornos históricos para estimar os resultados de retornos esperados em relação as estimativas de risco.

3 Metodologia

A metodologia a ser utilizada neste estudo é amplamente influenciada pelos artigos e livros de referência, principalmente pelo artigo Dempsey Gunasekarage e Troung (2019). Assim, de modo a compreender como a interação entre as principais variáveis ocorre, será utilizado uma regressão que utilize as informações da literatura relacionada como premissas.

Dessa maneira, o melhor teste será realizado isolando a variável de apreciação de capital, e buscar como este é influenciado pelas outras variáveis. As outras variáveis citadas, incluirá tanto pagamento de dividendos como outras variáveis de controle como tamanho da companhia. Assim uma possível forma do que foi proposto é:

$$G_{i,t} \text{ até } t+n = \beta_1 \Delta \% \text{Dividend Yield}_{i,t} + \beta_2 \text{Ln}(\text{Ativo Total})_{i,t} + \beta_3 \text{Endividamento Geral}_{i,t} + \beta_4 \text{Rentabilidade do Ativo}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Com essa verificação, é possível afastar o efeito da variável de interesse, não cometendo erros de viés de seleção. Desse modo é evitado comparar dois grupos diferentes e tomar conclusões equivocadas a partir deste. Por exemplo, empresas menores tendem a pagar menos dividendos ou até mesmo não os pagar. Caso a base majoritariamente composta por esse grupo pode enviesar as conclusões de um estudo tornando menos aplicável para outros contextos e por consequência diminuindo sua relevância em um contexto mundial.

Assim foram escolhidos três variáveis de controle para entender e deixar que esses outros fatores influenciem o foco do estudo, a relação entre pagamento de dividendos e apreciação de capital. Para mensurar o tamanho da companhia, foi-se utilizado o logaritmo natural do Ativo Total da companhia, a fórmula matemática torna empresas de diferentes tamanhos comparáveis sem aplicar um maior peso aos valores elevados. Ativo Total foi escolhido de modo a mensurar o tamanho operacional da empresa que também reflete seu tamanho no mercado acionário.

Endividamento geral é dado pela simples fórmula de capital de terceiros sobre ativos totais multiplicados por 100. Dessa maneira é possível de se entender quanto da operação da empresa é financiada por credores. A inclusão dessa variável permite neutralizar o impacto da saúde financeira no elo descrito. A última variável foi a

rentabilidade do ativo, de modo a incluir um índice de rentabilidade, representando uma relação entre lucro e ativos da companhia.

Para testar a hipótese inicial, foi criada uma base de dados utilizando a plataforma Economática. Foi-se escolhido esse programa dado sua confiabilidade, disponibilidade de diversos dados devidamente catalogados. Assim é possível juntar informações provenientes do balanço patrimonial da companhia e da bolsa em que esta está inserida. Elas serão essenciais de modo a controlar a variável desejada. A variável desejada também está presente na base.

Foi coletada uma base com 1882 ações brasileiras, destas 959 foram cancelados, ou seja, já faliram. Dos 923 restantes, havia lacunas no preenchimento de certos dados, tornando as linhas inutilizáveis para a análise. Assim mais 603 foram eliminadas por conta de insuficiência de informações. Dessa forma restaram 320 ações prontas para sustentar o estudo.

Os dados coletados foram “nome” de modo a identificar a empresa, “ativo/cancelado” para identificar caso a empresa ainda está ativa, “dividendos” para identificar o quanto a companhia pagou em dividendos para cada detentor de uma ação na moeda original (consequentemente o real). Também se têm em real os valores mais recentes do ativo total da empresa, do patrimônio líquido dela, sua receita, lucro bruto e líquido. O valor de mercado da companhia, em reais, e o *dividend yield*, em porcentagem, nos últimos 5 anos. O ativo total da companhia foi coletado em reais, mas ao utilizar o logaritmo a unidade perde a relevância, endividamento geral e rentabilidade do ativo estão ambos em suas respectivas unidades de medidas.

Assim para encontrar os betas desejados, para variável G, simbolizando crescimento da companhia e logo de seu ativo, foi-se utilizado o crescimento da companhia no período estudado, 2016-2021. Em PPD, foi-se utilizado o crescimento percentual do crescimento do *dividend yield* de cada ano, essa métrica foi utilizada de modo a tornar todas as companhias comparáveis, por conta de ser a relação entre o valor do ativo e pagamento em dividendos. Utilizasse o crescimento dessa métrica de modo a compreender como mudanças em políticas de pagamento do lucro afetam acionistas e dessa forma entender corretamente a significância do beta¹.

Para entender melhor os valores contidos na base, foi feita uma breve análise dos valores mais significantes. Do crescimento das empresas, foi notado uma média de 2,103x no valor da companhia sendo que a com menor performance perdeu 90,9% do

seu valor enquanto a com a melhor aumentou seu valor em 30,2 vezes. Por último o desvio padrão foi de 3,56.

Para a variável de crescimento do percentual do dividendo para o preço da ação, a média foi a redução em 28%, com um máximo sendo o aumento de 40,1 % e um mínimo sendo uma redução de 82%. O desvio padrão de 0,17.

Para entender como essas duas se relacionavam foi feito uma correlação e uma regressão destes. Na correlação foi encontrado valores negativos, sendo que a média das correlações foi -0,49, nenhuma ação possui uma correlação positiva entre as duas variáveis descritas. Na regressão foi notada um beta negativo de -3,67, fortalecendo a análise anterior. Porém é importante notar que o R quadrado da regressão foi baixo indicando pouca influência de uma variável em outra.

4 Resultados

Com a inclusão dos controles propostos, espera-se encontrar a verdadeira relação entre as duas medidas. Devido às teorias e literatura prévia, as expectativas são de que o beta 1 possua um valor positivo, refletindo que o pagamento de dividendos é preferível por investidores dados as regras de tributação brasileiras. Porém pode-se afirmar que existem artigos empíricos com diversos resultados, assim uma surpresa pode ser observada.

O coeficiente multiplicador do representante de valor de mercado da empresa esperasse ser positivo dado a performance de companhias *small caps* superar a de maiores empresas. O racional por trás dessa afirmação se explica majoritariamente pelo mercado não atingido de uma empresa, a Ambev já penetrou boa parte de seu setor dificultando seu crescimento.

Figura 11 – Resultados das regressões rodadas, cada variável tem o beta na sua linha

	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3	Regressão 4	Regressão 5	Regressão Final
Crescimento Dividend Yield	-3.672881	-3.577708	-3.534359	-4.403955	-4.221203	-4.581553
LN(Ativo Total)			-0.362896		-0.274120	-0.432364
Endividamento Geral		-0.139210				0.311443
Rentabilidade do Ativo				0.105305	0.094053	0.123989
Constante	0.847341	1.726296	6.794768	0.356699	4.264461	4.549188
R-quadrado	4.50%	5.60%	10.19%	15.52%	18.64%	21.79%

Fonte: Dados provenientes da economática, tabela elaboração própria

Os resultados da regressão utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários indicam a natureza dos impactos de cada variável no crescimento da companhia. Iniciando pela variável de foco do estudo, crescimento do *dividend yield*, possuiu um beta negativo de -4,58. Esse elo negativo aponta que uma elevação no valor de mercado da companhia não é acompanhada pela elevação dos dividendos pagos por ação. Uma causalidade para explicar esse fato, é que a elevação do valor de mercado da companhia, por relação direta irá aumentar dos valores de suas ações. Pelo cálculo da variável *dividend yield*, quanto maior o valor da ação, menor a porcentagem do valor que será pago em dividendos, considerando dividendos constantes (*ceteris paribus*). Agora considerando o contexto brasileiro, a constância dos dividendos não é algo a ser considerada, assim um crescimento do valor de mercado pode indicar a

governança que os projetos estão dando retorno positivo, um consequente investimento em Capex que resulta em menos capital destinado para repartição do lucro para acionistas.

Os betas das variáveis do logaritmo natural do ativo total, endividamento geral e rentabilidade do ativo foram respectivamente -0,43, 0,31 e 0,12. Indicando que o tamanho da operação da empresa afeta negativamente seu crescimento, esperado pela relação de market share ainda não conquistado. Menores empresas tem possibilidade de triplicar sua receita em um ano enquanto conglomerados ficariam contentes com um crescimento de 20% da escala de sua operação. A segunda variável indica que empresas que utilizam inteligentemente dos recursos de terceiros são as que possuem mais crescimento. Esse elo pode ser explicado através do benefício fiscal das dívidas ou pela velocidade de investimento em novos projetos, caso a saúde financeira da empresa esteja em boas condições. O valor positivo de rentabilidade do ativo revela que empresas com ativos que geram mais lucro, por sua vez mais rentáveis, cresceram mais no período estudado. Esta regressão possuiu um R quadrado de 21,79%.

A primeira regressão demonstra que mesmo na ausência de variáveis de controle a relação entre crescimento do valor da companhia e o crescimento do dividend yield é de fato negativa. Nas regressões 2, 3 e 4, inclui-se cada variável de controle individualmente dando relevância a rentabilidade do ativo que teve a maior relevância explicativa notada pelo r-quadrado. Na regressão 5, foi-se excluída Endividamento Geral, porém a diferença de nível explicativo entre as últimas duas regressões ($21,79\% - 18,64\% = 3,15\%$) revela a importância de todas as variáveis e completude do modelo proposto.

5 Discussão

Dessa forma pode-se afirmar que esse estudo atingiu seus objetivos originais de estudar o cenário brasileiro mediante as políticas de dividendos e sua relação com o retorno para o investidor. Suas particularidades como a não regularidade de pagamento de dividendos, a volatilidade destes e as diferenças fundamentais das economias dos países previamente estudados, países considerados desenvolvidos, e o Brasil, que possui um IDH menor, demonstram a necessidade da compreensão do panorama nacional para investidores que querem adentrar esse território.

Ademais pode-se afirmar que esse estudo divergiu de diversas teorias previamente citadas por se tratar de um objeto de estudo peculiar. A regressão nesse estudo é em concordância com a literatura global por se tratar de indicadores que representam bem as características dela e as colocam em uma base comparável. O beta negativo revela a relação negativa que contraria as teorias previamente apresentadas e também não se alinham com os cenários apresentados em outros países como o Estados Unidos da América, maior e mais influente mercado de ações no momento de realização da monografia.

Essas diferenças podem ser provenientes dos perfis das instituições formais e informais presentes ou até os diferentes momentos econômicos de cada nação. Assim se torna indispensável um período de transição para qualquer investidor internacional antes de alocar capital em empresas brasileiras devido as especificidades da região.

6 Conclusão

De acordo com a teoria tradicional, para um investidor racional é necessário maximizar o seu ganho de capital ao investir. Ao restringir esses investimentos ao mercado de ações, os seus ganhos vêm de duas fontes: dividendos e apreciação do papel. Aswath Damodaran, renomado economista conhecido por suas contribuições no setor de *valuation*, argumenta sobre a viscosidade de dividendos no cenário americano. As teorias Miller e Modigliani (1961) e Miller e Scholes (1982) visam a completa substitutividade dos ganhos, enquanto Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979), incorporaram os impostos em seus modelos. Estes foram incorporados no trabalho recente visando o ambiente australiano de Dempsey Gunasekarage e Troung (2019).

Inspirando nos modelos dos trabalhos citados anteriormente, foi se feita uma regressão de mínimos quadrados ordinários de modo a verificar a natureza das relações através dos valores dos betas. Para verificar a relação e adequar ao cenário brasileiro, foi criada uma base utilizando a plataforma Económica. Após estimados pode ser identificado que nenhuma das prévias teorias foi certa em descrever o cenário brasileiro, e que este deve ser analisado com maior profundidade por futuros pesquisadores. Dessa forma esse estudo contribui na literatura de dividendos e apreciação de capital no contexto brasileiro.

7 Bibliografia

ASWATH DAMODARAN. **Session 22: Dividend Policy - Beyond Inertia and Me-tooism**. Abr. 2021. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=HropbTLqi3I>. Acesso em: 3 out. 2021.

BRENNAN, M. J. Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. **National Tax Journal**, v. 23, n. 4, p. 417-427, 1970.

DEMPSEY, M.; GUNASEKARAGE, A.; Troung, T.T. The association between dividend payout and firm growth: Australian evidence. **Accounting & Finance Journal**, v. 59, p. 2345-2376, 2019.

DAMODARAN, Aswath. **Applied Corporate Finance**. 4. ed. Nova Iorque: Wiley, 2014 656 p.

GORDON, M. J. Dividends, Earnings and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. **Journal of Financial Economics**, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MILLER, M. H.; SCHOLES, M. S. Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. **Journal of Political Economy**, v. 90, n. 6, p. 1118-1141, 1982.

MORGAN, I. G. Dividends and Capital Asset Prices. **The Journal of Finance**, v. 37, n. 4, p. 1071-1086, 1982.