Política de Dividendos, Rentabilidade e Giro no Preço da Ação: Análise de uma Empresa do Setor Elétrico

REVISTA ELETRÔNICA MULTIDISCIPLINAR
FACEAR

Joyce Santana Bernardo; Gabriela Brandão Lopes
Universidade Federal de Viçosa

RESUMO

A decisão sobre a política de dividendos de uma empresa gera impactos no ambiente interno e externo da mesma, uma vez que para suprir suas necessidades internas de investimento há a opção de retenção dos lucros como forma de financiamento, trazendo uma resposta do ambiente externo no preço da ação. Assim, efetuou-se um estudo de caso da empresa de capital aberto Energisa S.A., com o intuito de analisar o efeito da rentabilidade, do giro do ativo e da política de dividendos adotada sobre o preço de sua ação. Com o objetivo de aprofundar o conhecimento da temática proposta, utilizou-se o método da pesquisa quantitativa e a técnica descritiva. Para tanto, adotou-se o modelo de regressão linear múltipla, a fim de explicar os fatores determinantes do preço da ação, em um lapso temporal de cinco anos (2010 a 2014). Os resultados encontrados mostram que as variáveis adotadas são significativas, sendo a variável dividendo por ação aquela que apresenta a maior relevância. Conclui-se através dos resultados obtidos, que a política da empresa Energisa S.A. e as variações ocorridas no preço da ação podem ser embasadas pela teoria da preferência tributária.

Palavras chave: Dividendos, Preço da Ação, Rentabilidade.

ABSTRACT

The decision on the dividend policy of a company generates impacts on the internal and external environment of the company, since to meet its internal investment needs there is the option of retaining the profits as a form of financing, bringing a response of the external environment in the price of the action. Thus, a case study of publicly held company Energisa S.A. was conducted to analyze the effect of profitability, asset turnover and dividend policy adopted on the price of its shares. In order to deepen the knowledge of the proposed theme, the quantitative research method and the descriptive technique were used. In order to do so, the multiple linear regression model was adopted to explain the determinants of stock prices over a five-year timeframe (2010 to 2014). The results show that the variables adopted are significant, with the dividend per share being the one that presents the greatest relevance. It is concluded from the results obtained that the policy of the company Energisa S.A. and the changes in the share price can be based on the tax preference theory.

Key Words: Dividends, Share Price, Profitability.

1. INTRODUÇÃO

A administração de empresas é um processo dinâmico de importantes decisões, que possuem como foco “o crescimento da entidade, podendo referir-se à entrada em novos negócios, expansão da capacidade produtiva, redução de custos e outras mais” (LOSS, NETO; 2003). Neste sentido, cabe a administração, pautar suas decisões em projetos que maximizem o retorno da empresa.

Para tanto é necessário que os gestores definam quais serão as políticas e métodos utilizados para alcançarem os objetivos do negócio. Dentre tais políticas, encontra-se a política de distribuição de dividendos, que é alvo de muitos estudos e discussões acadêmicas. Isso ocorre, devido ao fato da mesma estar relacionada a outras estratégias da empresa, como as de financiamento e de investimento (LEVY; SARNAT, 1988).

Dessa forma, quando se define política de dividendos a ser adotada, é estabelecido o quanto será pago aos acionistas e o quanto ficará retido na entidade. Tal decisão gera impactos no ambiente interno e externo da empresa, uma vez que para suprir suas necessidades internas de investimento, a mesma pode optar pela retenção dos lucros como forma de financiamento e, esta decisão trará uma resposta do ambiente externo no preço da ação.

Entretanto, sabe-se que a política de dividendos não é o único fator que influencia o preço das ações, devendo-se também, levar em conta os diversos indicadores presentes nas informações contábeis e financeiras divulgadas pelas empresas, os quais abordam aspectos de liquidez, rentabilidade, crescimento, endividamento, dentre outros.

Nesse contexto, com o intuito de analisar o impacto da política de dividendos e demais fatores no preço das ações, utilizou-se para análise o grupo Energisa S.A., um dos principais conglomerados privados de capital aberto, no segmento de energia elétrica brasileiro. Assim, o presente estudo norteia-se com base na seguinte questão de pesquisa: Qual o efeito da política de dividendos, do indicador de rentabilidade e do giro do ativo sobre o preço da ação da empresa Energisa S.A., no período de 2010 a 2014?

O intuito deste estudo é, portanto, verificar o relacionamento entre as variáveis dividendos por ação, rentabilidade sobre o patrimônio líquido (ROE) e o giro do ativo com o preço médio anual da ação, no período de 2010 a 2014 da empresa do setor elétrico Energisa S/A. O intuito é perceber o quanto fatores internos da empresa podem impactar nas decisões do ambiente externo da organização, através do preço das ações.

2. DESENVOLVIMENTO

2.1. Políticas de Dividendos

Os dividendos são uma das mais relevantes decisões financeiras de uma empresa e, a sua decisão de distribuição tem impacto em diversos aspectos econômico-financeiros da entidade (SALSA, 2010). O fato de a empresa ter uma política de dividendos significa que ela adota determinadas regras para definição da quantidade de lucro que ela irá auferir para a distribuição aos acionistas, o que não é a principal preocupação, mas também qual a quantidade será retida para o autofinanciamento da mesma, sendo esta decisão pautada em motivos que a administração julgar serem relevantes (CORREIA; AMARAL, 2012; LOSS; SARLO NETO, 2003; LEMES JUNIOR, 2005).

As políticas de dividendos adotadas pela firma envolvem não apenas a distribuição dos resultados, mas, sobretudo uma controvérsia quanto ao impacto dos dividendos sobre o valor da firma em diferentes condições de mercado, pois conforme Gitman (2002), que a política de dividendos representa um plano de ação a ser seguido, devendo ser definida visando maximizar a riqueza dos acionistas e fornecer financiamentos para as atividades. Entender quais são os fatores que influenciam as empresas em sua tomada de decisão de distribuição ou retenção de caixa é importante para gestores financeiros, investidores e para os órgãos reguladores do mercado, sendo os três pilares mais importantes das decisões em finanças corporativas a política de distribuição de dividendos, a política de financiamento e de investimento. Entretanto, essas políticas variam entre empresas e setores da economia e seus efeitos sobre o valor da entidade permanecem controverso para os pesquisadores da área. (CORREIA; AMARAL, 2002; FORTI, 2015).

Diversas são as teorias que surgem nesse contexto para explicar o comportamento dos preços das ações em função das diferentes políticas de distribuição de dividendos adotadas pelas organizações. Se uma política de dividendo é mal recebida no mercado, por exemplo, o valor da ação da entidade tende a cair e como consequência a riqueza dos acionistas acompanham essa queda. Sendo assim, uma política de dividendos ótima deve ser ponderada entre a parcela do lucro a ser distribuída e o potencial de novos negócios empresarias, sendo que em última instância quem julgará essa política é o mercado acionário (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2009; KURONUMA; LUCCHESI; FAMÁ, 2004).

Alguns tipos de políticas de dividendos encontradas nas empresas e as respectivas definições são: índice de *payout* constante; dividendos regular; e dividendos regular baixo mais extra. Na primeira política, a empresa determina um índice de *payout* fixo a ser distribuído em cada período, sendo o problema desta prática quando a empresa

tiver um lucro baixo ou inexistente, pois os dividendos também o serão (MIOTTO, 2003 apud GITMAN, l987). A segunda baseia-se no pagamento de um dividendo fixo em dinheiro em cada período, não fornecendo aos acionistas nem boas e nem informações ruins, mas minimizando os riscos de suas incertezas. Na última política, as empresas realizam o pagamento de dividendos regulares e um valor adicional quando o lucro for maior que o normal.

2.2. Teorias

Neste sentido, umas das primeiras teorias a surgir nesse contexto é a teoria de Modigliani & Miller, a qual sugere que o custo de capital da empresa seria sempre constante, não sendo um fator relevante a fonte de financiamento utilizada pela entidade. Ainda que o capital de terceiros tenha um custo menor, quanto maior o grau de endividamento, consequentemente, maior será o risco para os acionistas bem como o retorno exigido (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) explicam que a teoria de MM sugere que em um mercado perfeito onde não existem impostos e custos de transações, a política de dividendos se torna irrelevante para determinar o valor da empresa. A teoria afirma ainda que o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno proporcionado pelos ativos, considerando que os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros e, como consequência, a alteração na política de dividendos implicaria somente na mudança de distribuição do resultado.

A teoria conhecida como “Pássaro na Mão” de autoria de Gordon e Lintner argumenta que os investidores de uma empresa teriam preferência em receber os dividendos ao invés do recebimento de ganhos de capital, visto que estes apresentam um risco maior, demonstrando, assim, que a política de dividendos se torna de grande relevância. Para Gordon, o valor de uma ação está relacionado com as expectativas futuras do pagamento de dividendos, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. (KURONUMA; LUCCHESI; FAMÁ, 2004; GITMAN, 2001).

Outra teoria que explica a relação dos investidores e a política de distribuição de dividendos de uma entidade é a Teoria da Assimetria Informacional, onde surge diante da constatação que os administradores possuem mais informações sobre as perspectivas futuras dos investimentos e de dividendos que os demais acionistas (DE SALES CIA,2012).

Há também a teoria residual de dividendos, a qual diz que os dividendos pagos pela empresa são o montante que resta após todas as oportunidades de investimentos consideradas vantajosas terem sido aproveitadas. Conforme Gitman (2002), se uma

empresa não puder investir seus lucros, obtendo retorno superior ao custo, deve-se distribui-los na forma de dividendos aos acionistas. (CAPUANI et al., 2010).

Dalmácio e Corrar (2007) explicam que a Teoria da Preferência Tributária indica que os investidores preferem que as empresas retenham lucros que os distribuam em forma de dividendos, pois os ganhos de capital, em uma análise de longo prazo, estão sujeitos a impostos menos onerosos.

Os autores também relatam sobre a Teoria da Agência, mostrando que se torna muito difícil um agente tomar as melhores decisões no ponto de visto total, pensando em todos os acionistas, pois esse agente sempre procura maximizar a sua utilidade, o que em relação à distribuição de dividendos se torna muito relevante (DALMÁCIO; CORRAR, 2007).

A Teoria *Tradeoff* explica que os custos de agência e benefícios fiscais induzem as entidades mais rentáveis a aumentarem seu grau de endividamento. Assim, mantida a lucratividade constante, empresas com maiores oportunidades de investimentos rentáveis, pagam mais dividendos e possuem um menor de alavancagem (DE SALES CIA, 2012).

2.3. Estudos correlatos

Devido às mudanças na legislação da tributação no Brasil sobre os dividendos, onde tornaram-se isentos da cobrança do imposto de renda em determinados exercícios sociais, o país apresenta-se como um ambiente adequado para realizar estudos com o intuito de mostrar se a remuneração dos acionistas é suficiente ou não para promover alterações no retorno de mercado e no preço das ações (CORREIA; AMARAL, 2002).

Da Silva e Brito (2005) constataram em estudo que a proporção dos lucros distribuídos por meio de dividendos no Brasil é inferior à americana, mesmo a legislação brasileira sendo mais favorável. Além disso, os estudos sobre política de dividendos e sua importância para o custo do capital e avaliação das ações é um assunto que gera discussões tanto no mercado de profissionais quanto no âmbito acadêmico (KURONUMA; LUCCHESI; FAMÁ, 2004).

Correia e Amaral (2002) fizeram um estudo com o objetivo de identificar a existência de efeito da política de distribuição de resultados de companhias brasileiras sobre o valor de mercado das suas ações, verificando se o retorno das ações poderia ser explicado não apenas pelo fator risco sistemático como pressupõe o modelo CAPM, mas também pela variável “rendimento em dividendos”. O estudo obteve como resultado geral que a política de dividendos é relevante, mostrando que no processo de tomada de decisão, os administradores devem considerar todas as alternativas de investimento e

financiamento viáveis, mas também a política de distribuição dos resultados gerados pelas operações da empresa aos seus acionistas.

O estudo de Forti (2015) constatou que os fatores determinantes da distribuição de proventos em empresas brasileiras variam conforme o tamanho da empresa, sua rentabilidade, seu valor de mercado, sua liquidez e o crescimento de lucros, sendo que, assim, maior será a propensão da empresa em distribuir dividendos. As variáveis significativas foram: alavancagem, liquidez elevada ao quadrado, capex, beta e tag along 100%. Portanto, pode-se dizer que as empresas que investem mais em ativo imobilizado possuem liquidez mais elevada, maior alavancagem, maior risco e menor conflito entre os administradores e acionistas minoritários, além de ter uma menor probabilidade de pagar dividendos aos acionistas.

Dalmácio e Corrar (2007) fizeram uma pesquisa com o objetivo de se fazer uma análise sob a perspectiva da Teoria da Agência, ao verificar se a composição acionária das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa teria alguma relação com a política de dividendos adotada por elas. Os resultados obtidos, por meio de métodos quantitativos, verificaram que a concentração acionária provoca um aumento no valor dos dividendos pagos por ação. Há indícios de que a composição acionária possa explicar, em partes, a política de dividendos adotada pelas empresas analisadas e, que a concentração acionária provoca uma diminuição no payout, mas quando os dividendos são realmente pagos, o valor deles por ação aumenta.

2.4. Caracterização da pesquisa, População e Coleta de Dados

A presente pesquisa caracteriza-se como descritiva, de natureza quantitativa e visa analisar os fatores determinantes do preço da ação em um lapso temporal de cinco anos (2010 a 2014) de uma empresa do segmento de utilidade pública, no setor de fornecimento de energia elétrica no Brasil.

A empresa analisada foi a Energisa S/A, considerada uma das principais na prestação de energia elétrica, possui o controle de 13 distribuidoras, situadas nos estados de Mato Grosso, Mato Grosso do Sul, Minas Gerais, Paraíba, Paraná, Rio de Janeiro, São Paulo, Sergipe e Tocantins, abrangendo uma área de 142.385 km². A companhia está presente em 788 municípios, e atualmente consegue empregar cerca de 10 mil colaboradores, atendendo a um total de 6 milhões de unidades consumidoras, o que equivale a 16 milhões de pessoas, ou seja, a empresa consegue fornecer energia elétrica a 7 % da população brasileira.

O grupo econômico é composto por 4 empresas: a Energisa Distribuidora, distribuidora da energia elétrica; a Energisa Geração, responsável pela construção de

projetos de geração e desenvolvimento de novos empreendimentos de energia renovável; a Energisa Comercializadora, especializada em soluções integradas, atua no mercado de contratação livre em condições comerciais vantajosas para a empresa; e a Energisa Soluções, a qual tem atuação predominante em clientes industriais, unidades geradoras, transmissoras e distribuidoras, com escopo de serviços voltado para a operação e manutenção de empreendimentos elétricos.

A política de dividendos da empresa é o dividendo obrigatório de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado. A declaração anual de dividendos, incluindo o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, exige aprovação em Assembleia Geral Ordinária por maioria de votos de acionistas titulares das ações da Energisa e irá depender de diversos fatores, dentre eles os resultados operacionais, condição financeira, necessidades de caixa e perspectivas futuras da companhia, entre outros.

O pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio ou quaisquer outros valores das controladas à Energisa S/A possuem o limite superior de 95% do lucro líquido, além dos lucros acumulados. Para os exercícios de 2013 a 2015, a política de dividendos da empresa está sendo a de utilizar uma distribuição de resultados entre 35% e 50% do lucro líquido consolidado do exercício, observando o limite equivalente a 50% dos dividendos a receber das sociedades controladas.

As variáveis utilizadas foram coletadas no próprio site da empresa (preço da ação e valor pago aos dividendos) e na página eletrônica da BMF&Bovespa (retorno sobre o patrimônio e giro do ativo), para um lapso temporal de 2010 a 2014, visto que neste período a empresa divulgou todas as informações necessárias para os devidos cálculos.

2.5. Tratamento dos dados e variáveis

Para tentar entender o relacionamento entre as variáveis, utilizou-se o Modelo de Regressão Linear Múltipla, o qual determina uma função matemática com o intuito de descrever o comportamento de determinada variável com base nos valores de uma ou mais variáveis denominadas independentes (CORRAR, 2014). Através deste modelo é possível verificar se, e em que proporção o valor pago para os dividendos, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido e o giro do ativo influenciam no valor da ação da empresa Energisa S/A.

O software *Stata* foi utilizado para a estimação dos coeficientes e para verificar se há relação entre as variáveis e a influência destas no valor da ação. No que se refere à validação estatística dos coeficientes, utilizou-se o teste *t*, considerando que os coeficientes em análise são estatisticamente iguais a zero, isto é, cada variável é relevante na explicação da variável dependente (CORRAR; THEÓPHILO, 2013). Para avaliar a

significância geral do modelo, utiliza-se o teste F o qual, segundo Corrar e Theóphilo (2013), pode ser comparado com os valores de probabilidade associada ao teste (Prob>F).

Ademais, é possível verificar se as variáveis independentes utilizadas são capazes de explicar o preço da ação através do coeficiente de determinação ajustado ($R^2{}_{ajustado}$), o qual mede o grau de ajustamento da reta de regressão aos dados observados e indica a proporção da variação total da variável dependente que é explicada pela variação das variáveis independentes.

A função de regressão linear múltipla é, portanto:

$$\boldsymbol{ação_i = \alpha + \beta_1 dpa_i + \beta_2 roe_i + \beta_3 ga_i + \varepsilon} \quad (1)$$

Onde:

- $ação_i$ é o valor médio da ação para cada ano. Compreende na média aritmética dos 12 meses de cada ano e foi utilizada na base logarítmica para padronizar os valores utilizados no modelo;
- dpa_i é o valor médio anual pago para os dividendos, sendo uma média entre os preferencialistas e ordinários e o número de ações disponíveis;
- roe_i é um indicador de rentabilidade e indica, em porcentagem, em quanto o lucro líquido do período (ano) consegue gerar de retorno para o patrimônio líquido;
- ga_i é o giro do ativo e indica quantas vezes o ativo total foi movimentado devido às alterações no volume de vendas;
- ε é o termo de erro a ser considerado no estudo.

O valor da ação foi coletado no site da empresa, em uma base de dados denominada Enfoque, a qual apresenta o preço da ação para o dia, semana ou mês. Como o intuito desta pesquisa era de avaliar o período de cinco anos, coletou-se os preços da ação de cada mês, de cada ano e posteriormente realizou-se uma média aritmética para obter o valor médio anual da ação.

O valor pago de dividendos é com base na política adotada pela empresa, qual seja, a de dividendo obrigatório com percentual mínimo de 25% sobre lucro líquido ajustado, na forma da Lei das Sociedades por Ações e do Estatuto, apurado nas demonstrações financeiras não consolidadas. Os dados estavam disponíveis no site da empresa, em uma aba voltada para os investidores, onde é possível localizar o valor pago para as ações preferenciais e ordinárias e o total de ações disponíveis para cada modalidade de ação.

O valor de rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) indica a proporção de retorno dos lucros líquidos do período para o patrimônio líquido da empresa. Esta variável é resultante da divisão da conta de resultado “Lucros Líquidos” pela conta patrimonial “Patrimônio Líquido”, cujos valores encontram-se disponíveis nos balanços divulgados na

BMF&Bovespa. O giro do ativo (GA) indica em quantas vezes as vendas foram capazes de girar o ativo total da empresa, e é obtido através da divisão da conta de resultado “Vendas Líquidas” pela conta patrimonial “Ativo Total”, ambas localizadas no site da bolsa de valores brasileira.

2.6. RESULTADOS E DISCUSSÕES

2.6.1. Estatísticas Descritivas

A tabela 1 mostra os valores médios de cada variável, bem como os respectivos desvios padrão. Portanto, o preço médio pago por ano aos dividendos, preferencialistas e ordinários, por ação é cerca de R$ 0,1302. A empresa do setor de energia elétrica possui um retorno médio anual sobre o patrimônio líquido de 14,45%, ou seja, a cada R$ 100 de lucro líquido no ano, a empresa tem um retorno de R$ 14,45 sobre o patrimônio. Ademais, ela tem capacidade de girar o ativo em média 0,54 vezes por ano frente ao volume de vendas obtido.

Tabela 1 - Medidas de tendência central

	Média	**Desvio Padrão**
Dividendos por ação	0.1302	0.0210
ROE	0.1445	0.0200
Giro do Ativo	0.5379	0.0270

Fonte: Elaborada pelas autoras (2017)

A Figura 1, extraída da base de dados da Energisa, mostra o preço da ação por mês no período de 2010 à 2014, com uma variação de R$ 8,02 a R$ 14,00, sendo o valor médio para os cinco anos de R$ 11,20.

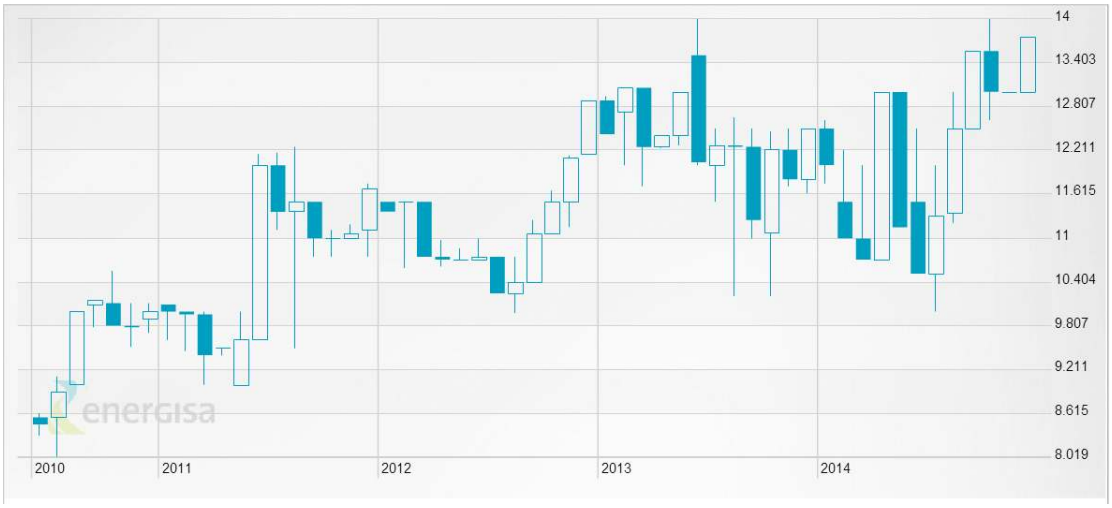

Figura 1 - Preço da ação por mês de 2010 a 2014
Fonte: Energisa S/A

2.7. Coeficientes

Para verificar a existência de correlação entre as variáveis, utilizou-se o método da matriz de correlação de Pearson e, dentre as 12 variáveis a serem utilizadas *a priori*, tais como: indicadores de liquidez, lucratividade, atividade e endividamento, apenas 3 não apresentaram multicolinearidade e, portanto, foram aceitas para compor o modelo de regressão conforme a tabela 2.

Tabela 2- Matriz de correlação

	Preço da Ação	**DPA**	**ROE**	**GA**
Preço da Ação	1.0000			
DPA	-0.9422	1.0000		
ROE	-0.6881	0.8802	1.0000	
GA	-0.8372	0.9435	0.8317	1.0000

Fonte: Elaborada pelas autoras (2017)

Com o intuito de eliminar as possíveis influências entre as variáveis, ao utilizar o software *Stata,* optou-se por acrescentar aos comandos o termo "robust", visto que, assim, a regressão apresentaria os coeficientes sem possíveis vieses. Para tanto, os coeficientes, o erro padrão robusto e a significância de cada uma das variáveis são apresentadas na tabela 3.

Tabela 3- Coeficientes estimados

	Coeficientes	**Erro Padrão Robusto**	**P>|t|**
Dividendos por ação	-1.6850	0.0142	0.0050
ROE	0.5694	0.1000	0.0110
Giro do Ativo	0.3119	0.0051	0.1000
Constante	1.0170	0.0019	0.0010
Número de observações: 5 (2010-2014)			
Prob>|F|: 0,0069			
R^2 ajustado: 0,9999			

Fonte: Elaborada pelas autoras (2017)

O valor dos dividendos por ação mostrou-se significante, a um nível de 99% de confiança, para explicar as variações no preço da ação da companhia Energisa. Entretanto, o coeficiente indica que, para 1% de variação dos dividendos pagos, o valor da ação cai cerca de 168,5%, ou a cada R$ 0,01 a mais pago aos dividendos reduz, em média, R$ 0,42 no preço da ação, contrastando com os resultados obtidos no estudo de Damácio e Corrar (2007), mas sendo embasada pela teoria pela preferência tributária, a qual diz que, havendo taxação de impostos de forma diferenciada sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a ficar com a opção que menos encargos tributários lhes trouxer (BUENO, 2000 *apud* LOSS; NETO, 2003).

Corroborando com os achados de Forti (2015), a rentabilidade que a empresa tem sobre o patrimônio líquido, isto é, o capital próprio, mostra que um aumento de 1% no indicador contribui para um aumento médio de 56,94% no preço da ação, sendo estatisticamente significante a um nível de 95% de confiança e que, o número de vezes que o ativo da empresa gira durante um período também é um fator determinante do preço da ação, a um nível de 90% de confiança e, concluindo que um acréscimo de 1% no giro do ativo, pode aumentar, em média, 31,19% o preço da ação naquele período.

Ainda que o valor pago aos dividendos tenha se mostrado com um efeito negativo sobre o valor da ação, no geral, o modelo de regressão é relevante e significante para identificar os fatores determinantes do preço da ação, pois indica que as variáveis independentes estudadas conseguem explicar em 99,99% as variações ocorridas no preço da ação, a um nível de confiança estatística de 99% (prob>|F|).

3. CONCLUSÃO

O objetivo proposto deste estudo foi o de verificar a relação entre as variáveis: dividendos por ação, ROE e o giro do ativo com o preço médio anual da ação da Energisa S.A. Verificou-se através do modelo estatístico aplicado, que as variáveis do modelo desenvolvido exercem influência significativa sobre o valor da ação, conseguindo explicar 99,99% das variações ocorridas no preço da ação, a um nível de confiança estatística de 99%. Tal resultado demonstra que para a empresa em estudo, não se aplica aos princípios da teoria da irrelevância dos dividendos, defendida por Modigliani e Miller.

Quanto às variáveis ROE e giro do ativo, constata-se que ambas explicam o preço da ação a um nível de significância menor, mas ainda relevante. O que comprova que, apesar da política de dividendos ser importante para a determinação do preço da ação, há ainda outros indicadores que a influenciam.

Dessa forma, considerando a significância das variáveis expostas no modelo estatístico e os resultados obtidos, conclui-se, através do coeficiente de determinação negativo da variável dividendos por ação, que a política da empresa Energisa S.A. está pautada na teoria da preferência tributária. De acordo com a mesma, baixos dividendos são preferíveis a fim de que sejam maximizados os valores das ações, devido à diferença de tributação a favor dos ganhos de capital.

Diante do exposto, pode-se sugerir para pesquisas futuras, a inclusão de novas variáveis explicativas ao modelo, levando em consideração fatores internos e externos, como a data de pagamento dos dividendos, observando se a ação terá direito ao recebimento ou não, além do caráter político-econômico que possam influenciar o mercado e, por conseguinte, o preço das ações. Ademais, faz-se necessário estudar efeitos

definidos por estudiosos do ramo de finanças, a fim de tornar mais claro as justificativas acerca dos comportamentos das variáveis.

4. REFERÊNCIAS

CAPUANI, A. I. P., CERIOLI, D., STREHER, T., ZILLI, C.M. Política de Dividendos. **Artigonal**, 2010.

CORRAR, L. J.; PAULO, E.; FILHO, J. M. D. Análise multivariada para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**.** São Paulo: **Editora Atlas**, 2014.

CORRAR, L. J.; THEÓPHILO, C. R. Pesquisa Operacional para Decisão em Contabilidade e Administração – Contabilometria. 2 ed., São Paulo: **Editora Atlas**, 2013.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. O Impacto da Política de Dividendos sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000. **XXVI Enanpad**, 2002.

DALMÁCIO, F. Z.; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 1, n. 1, p. 16-29, 2007.

DA SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos(São Paulo),** v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

DE SALES CIA, J. N. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. 2012.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L da; CHAN, B. L. Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: **Elsiever**, 2009.

FORTI, C. A. B. et al. Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

GITMAN, L.J.: Princípios de Administração Financeira. 7 ed. São Paulo: **Harbra**, 2002.

GONZÁLEZ, P. G. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. **Caderno de Estudos**, n. 19, p. 01-12, 1998.

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividends and clientele effect: evidence in the Brazilian market. **Revista de Administração de Empresas**, v.52, n. 4, p. 448-463, 2012.

KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos Anormais Acumulados das Ações no Período Pós-Pagamento de Dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In**:Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2004.

LEVY, H.; SARNAT, M. Principles of financial management. Prentice Hall, 1988.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.

MIOTTO, A. F. **A Política de Dividendos e a Maximização da Riqueza dos Acionistas**. 2003. 79 f. Monografia – Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina.

MOENSTER, S. M. **Política de Distribuição de Dividendos**. 1997. 46 f. Trabalho de Conclusão de Curso – Ciências Contábeis, Universidade Federal de Santa Catarina, Santa Catarina.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. Pensamento & Realidade. **Revista do Programa de Estudos Pós-Graduados em Administração-FEA**. ISSN 2237-4418, v. 24, n. 2, 2009.

NETO, J. A. N.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 38, n. 2, 2003.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, p. 06-15, 1993.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 162-174, 2010.