

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA - UnB
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, CONTABILIDADE - FACE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

**RELAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E PAGAMENTO DE JUROS SOBRE
CAPITAL PRÓPRIO COM A COTAÇÃO DAS AÇÕES DA COMPANHIA AMBEV**

JOSÉ MARIA DE BRITO

**BRASÍLIA,
2013**

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Mauro Luiz Rabelo
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Jaime Martins de Santana
Decano de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Tomás de Aquino Guimarães
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de
Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenadora de Graduação do Curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professora Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenadora de Graduação do Curso de Ciências Contábeis - Noturno

JOSÉ MARIA DE BRITO

**RELAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E PAGAMENTO DE JUROS SOBRE
CAPITAL PRÓPRIO COM A COTAÇÃO DAS AÇÕES DA COMPANHIA AMBEV**

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciências da Informação e Documentação da Universidade de Brasília, como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Me. Ronaldo S. G. Almeida

BRASÍLIA,

2013

Brito, José Maria de

Relação da distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio com a cotação das ações da Companhia AMBEV / José Maria de Brito. - Brasília, 2013

31f.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília,
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais, 2013.

Orientador: Prof. Me. Ronaldo Schmidt Gonçalves de Almeida,
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais.

1. Dividendos. 2. Juros sobre capital próprio. 3. Ações.

AGRADECIMENTOS

A Deus por ter me iluminado em mais uma caminhada vitoriosa.

Ao mestre Prof. Ronaldo Schimidt pelo acompanhamento e orientação durante a realização deste trabalho.

E a todos meus familiares e amigos por estarem sempre ao meu lado.

“Não sabendo que era impossível, ele
foi lá e fez.”

(JEAN COCTEAU)

RESUMO

O presente trabalho visa testar a relação da distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio com a valorização das ações da Companhia AMBEV na BM&FBOVESPA e na NYSE. A amostra analisada compreendeu as quatro ações da Companhia, bem como a remuneração dos dividendos e pagamento do JCP no período de 2008 a 2012. A metodologia apresentada e utilizada para verificar esta relação foi a análise estatística, através da correlação e regressão linear. Esta amostra foi coletada nos sítios da Companhia, da BM&FBOVESPA e da CVM. Verificou-se relação positiva entre estes dois eventos, ou seja, a valorização das ações Companhia acompanhou o acréscimo na remuneração dos dividendos e pagamento do JCP, esta situação somente não foi verificada no primeiro período de análise no ano de 2008, este fato é creditado à Crise do *Subprime*, que afetou negativamente, de maneira global, o mercado de capitais, porém a valorização obtida nas ações da Companhia em 2009 compensou esta situação. A pesquisa ficou limitada devido a não existência de outras companhias do segmento de industrialização e comercialização de bebidas no mercado acionário brasileiro, pois somente a AMBEV negocia seus papéis na BM&FBOVESPA.

Palavras-chave: Dividendos. Juros sobre capital próprio. Ações.

1 INTRODUÇÃO

Em relação ao Mercado Financeiro, muitos estudos são realizados sobre a mudança da política da distribuição dos dividendos e da remuneração de juros sobre capital próprio (JCP) adotadas pelas companhias, tais como Rocha (2011) que teoriza que a política de dividendos não afeta os valores das ações, fundamentando nas teorias de Merton Miller e Franco Modigliani. Outros autores, através dos seus estudos empíricos, evidenciam uma relação, porém sem correlação, como demonstra Loss & Sarlo Neto (2002). Já Silva Chaves & Vellani (2011) e Firmino *et al.* (2003) demonstram em seus estudos que as ações que tem maior retorno são aquelas com maior distribuição de dividendos, ou seja, existe correlação positiva entre retorno da ação e a distribuição de dividendos, defendendo, ainda, a tese que o dividendo é interpretado pelo mercado de forma positiva, sendo assim pode afetar o valor das ações no mercado de capitais, corroborando com as teorias de Myron Gordon e John Lintner. Desta forma verifica-se que há diferentes abordagens originadas das teorias, que retratam a sua importância ou não no valor das ações.

Segundo Lima Freire *et al.* (2005) a relevância dos dividendos e do juro sobre o capital próprio parece ser inquestionável, pois estes influenciam nas decisões estratégicas das companhias. A decisão de fazer estes desembolsos é encarada com muita importância, pois estes determinam os volumes de fundos pagos aos investidores e de fundos que devem ser retidos para reinvestimentos. No entanto existe muita discussão quanto ao montante que se deve distribuir aos acionistas/sócios das organizações. A opção entre distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio compete à assembleia geral, ao conselho de administração e à diretoria das companhias.

Billi (2005) ressalta que os dividendos são pagos com base nos lucros passados, ou seja, retratam mais os resultados anteriores do que o do atual exercício. São líquidos de tributos para os acionistas, pois já foram tributados na apuração dos resultados da companhia.

De acordo com a legislação societária brasileira qualquer detentor de registro de ações na época em que a declaração de dividendos é feita tem o direito de receber dividendos que geralmente devem ser pagos no prazo de sessenta dias a contar de sua declaração, salvo se a deliberação de acionistas estabelecer outra data de pagamento que, de qualquer forma, deverá ser anterior ao encerramento do exercício social em que o dividendo foi declarado. (AMBEV, 2013)

O art. 202 da Lei nº. 6.404/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações no Brasil, determina a necessidade de distribuição de dividendo obrigatório aos acionistas: “Art. 202. Os

acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:”

Os juros sobre capital próprio já estavam previstos na legislação brasileira anteriormente, porém foi com o advento da Lei nº. 9.249/1995 que este instituto ganhou maior notoriedade, uma vez que permitiu que a empresa remunerasse seus acionistas por meio destes juros sobre capital próprio, e que, ainda, este valor seja deduzido da base de cálculo do IRPJ e da CSLL da companhia, desde que observadas todos os dispositivos legais. Essa remuneração dos acionistas/sócios é tratada como despesa para a companhia, enquanto a distribuição de dividendos não pode ser deduzida como despesa na base de cálculo destes tributos. Essa questão fiscal é justamente o maior benefício que a companhia obtém por optar por esta operação, como esse pagamento é contabilizado como despesa, antes dos lucros, ela não arca com os tributos, repassando este ônus ao investidor. A Receita Federal do Brasil (2013) conceitua em seu sítio os juros sobre capital próprio como sendo os:

Juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido da pessoa jurídica e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).

Quando recebem as parcelas de juros sobre capital próprio, a pessoa jurídica tributada com base no Lucro Real, de acordo com o art. 3º. da Instrução Normativa da Secretaria da Receita da Federal nº. 12/1999, também pode se beneficiar com este instrumento, pois pode deduzir estes valores da sua base de cálculo da apuração do seu resultado, conforme disposto no sítio da Receita Federal: “Pessoa jurídica tributada com base no lucro real, presumido ou arbitrado: o imposto retido será deduzido do apurado no encerramento do período de apuração trimestral ou anual.”.

A diferença significativa entre o pagamento de juros sobre capital próprio e a distribuição de dividendos é o fato de os acionistas e/ou sócios que recebem a JCP, quando não contemplado pela legislação de isenção, pagam na fonte o imposto de renda a uma alíquota de 15%, sendo eles residentes ou não no Brasil. E, ainda se um acionista não residente no Brasil for residente ou domiciliado em algum paraíso fiscal, nos termos das leis tributárias brasileiras, o imposto de renda na fonte será devido à alíquota de 25%. De acordo com as leis tributárias brasileiras, no caso de pagamento de juros sobre o capital próprio, o país ou território de um acionista deverá ser considerado como paraíso fiscal se: (i) o país ou território tributar a renda a uma alíquota inferior a 20%, ou (ii) se as leis de tal país ou território impuserem restrições à divulgação da composição acionária, à titularidade de

investimentos, ou ao beneficiário em última instância de rendimentos atribuídos a não residentes. A Receita Federal do Brasil periodicamente publica lista indicando os paraísos fiscais.

Já a valorização ou a queda das ações, de acordo com Billi (2005), estão ligadas, na maioria das vezes, às expectativas dos investidores em relação ao desempenho da entidade. Ou seja, refletem o que a maioria das pessoas espera ser o futuro daquela companhia. Devido ao contexto globalizado também são afetadas por sazonalidades do mercado financeiro mundial.

Diante desse contexto, origina-se o problema-pesquisa: Existe relação entre a distribuição de dividendos e o pagamento de juros sobre capital próprio com o valor da cotação das ações na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBOVESPA S.A. e na Bolsa de Valores de Nova Iorque – NYSE da Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV?

A Companhia AMBEV tem como atividades principais a industrialização e comercialização de cervejas, refrigerantes e bebidas não alcoólicas. A escolha desta organização deve-se ao fato da mesma encontrar-se em evidência na mídia, sendo considerada, inclusive, como uma das companhias brasileiras com maior valor de mercado atualmente.

Pela primeira vez desde a capitalização de 2010, a Petrobras deixou de ser a companhia mais valiosa do mercado brasileiro. A AMBEV ultrapassou a petrolífera em valor de mercado com o fechamento de hoje e terminou o pregão valendo R\$ 248,7 bilhões, enquanto a estatal encerrou em R\$ 247,2 bilhões. (ROSTÁS, 2012)

Como objetivo principal, este estudo procura investigar a relação entre a distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio com o retorno de capital das ações da Companhia AMBEV.

Constituem-se nos objetivos específicos do trabalho: (i) analisar a relação das variáveis cotação das ações da Companhia com a distribuição de dividendos em conjunto com o pagamento de juros sobre capital próprio; (ii) avaliar a evolução das cotações das ações da Companhia com a distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio; e (iii) investigar a dependência entre a variável cotação das ações da companhia e a variável distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio.

Será apresentada uma síntese sobre a história da Companhia AMBEV, uma revisão da literatura, abordando teorias relacionadas à política de distribuição de dividendos e do pagamento de juros sobre capital próprio, posteriormente será descrita a metodologia a ser

aplicada, em seguida os resultados obtidos e finalmente serão apresentadas as conclusões da pesquisa.

2 A COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS - AMBEV

2.1 História da Companhia AMBEV

A Companhia de Bebidas das Américas - AMBEV é a sucessora da Companhia Cervejaria Brahma e da Companhia Antártica Paulista Indústria Brasileira de Bebidas e Conexos, duas das cervejarias mais antigas e tradicionais do Brasil. A Antártica foi fundada em 1885 e a Brahma em 1888. A Companhia AMBEV foi constituída como Aditus Participações S.A., em 14 de setembro de 1998 e é uma sociedade anônima brasileira, de capital aberto, constituída segundo as leis da República Federativa do Brasil. (AMBEV, 2013)

Como principal negócio ela tem a industrialização e comercialização de cervejas, na qual é líder do mercado brasileiro, com as marcas Skol, Brahma, Antártica, entre outras. Opera também na industrialização e comercialização de refrigerantes com as marcas próprias, tais como Guaraná Antártica, Sukita, Soda Limonada Antártica, entre outras, e através de uma parceria de licenciamento com a *Pepsico* o refrigerante *Pepsi*, a bebida *Gatorade* e a linha de chás *Lipton Ice Tea*. (AMBEV, 2013)

A sua trajetória nas Américas começou em 1994, quando a Companhia Cervejaria Brahma deu início à sua presença internacional através de operações no segmento de cerveja na Argentina, Paraguai e Venezuela. Em 2003, após a formação da AMBEV, a Companhia acelerou sua expansão fora do Brasil através de uma transação com a *Quinsa*, estabelecendo uma presença de liderança nos mercados de cerveja da Argentina, Bolívia, Paraguai e Uruguai. Ainda em 2003 e também ao longo de 2004 ela efetuou uma série de aquisições no Peru, no Equador e na República Dominicana. No ano seguinte, a Companhia passou também a operar no mercado de cervejas do Canadá através da incorporação de uma controladora indireta da *Labatt*. Por fim, em maio de 2012, a AMBEV expandiu suas operações no Caribe através de uma aliança estratégica com a *E. León Jimenes S.A.* (AMBEV, 2013)

Atualmente a AMBEV tem operações em 16 países: Brasil, Canadá, Argentina, Bolívia, Chile, Paraguai, Uruguai, Guatemala, República Dominicana, Equador, Peru, El Salvador, Nicarágua, Saint Vincent, Dominica e Antigua. (AMBEV, 2013)

No Brasil a Companhia fechou o ano de 2012 com aproximadamente 69% e 19% nos mercados de cerveja e refrigerante, respectivamente. (AMBEV, 2013)

2.2 A AMBEV no mercado de capitais

As ações da AMBEV são negociadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros - BM&FBOVESPA S.A. e na Bolsa de Valores de Nova Iorque - NYSE por meio de *American*

Depository Receipts – ADRs, estas estão distribuídas em ordinárias (ON) e preferenciais (PN) e são negociadas na BM&FBOVESPA através dos símbolos AMBV3 (ON) e AMBV4 (PN) e na NYSE através dos símbolos ABV.C (ON) e ABV (PN). A Companhia tem como acionistas controladoras a *Anheuser-Busch InBev* e a Fundação Antonio e Helena Zerrenner Instituição Nacional de Beneficência - FAHZ, juntos elas detêm aproximadamente 90,9% do capital votante e 71,3% do capital total da companhia, conforme tabela 1. (AMBEV, 2013)

Tabela 1 - Composição acionária da Companhia AMBEV em dezembro de 2012

	ON	% Circ.	PN	% Circ.	Total	% Circ.
<i>Anheuser-Busch InBev</i>	1.301.539.760	74,1 %	636.929.799	46,3 %	1.938.469.559	61,9 %
FAHZ	300.286.481	17,1 %	-	0 %	300.286.481	9,6 %
Mercado	155.677.010	8,9 %	737.443.505	53,7 %	893.120.515	28,5 %
Em circulação	1.757.503.251	100 %	1.374.373.304	100 %	3.131.876.555	100 %
Tesouraria	482.987		66.990		549.977	
TOTAL	1.757.986.238		1.374.440.294		3.132.426.532	
Ações BM&FBovespa	152.173.261	8,7 %	450.388.135	32,8 %	602.561.396	19,2 %
Ações NYSE	3.503.749	0,2 %	287.055.370	20,9 %	290.559.119	9,3 %

Fonte: sítio da AMBEV

De acordo com o seu Estatuto Social a Companhia não tem um cronograma específico para a distribuição de dividendos. Os dividendos obrigatórios são satisfeitos por meio de pagamentos efetuados sob a forma de dividendos e juros sobre capital próprio e correspondem a 35% do saldo lucro líquido do exercício. Os acionistas têm um prazo de três anos a partir da data da disponibilidade dos dividendos para reclamar o seu pagamento, sendo que após tal prazo os dividendos são considerados prescritos.

2.3 A AMBEV e a Governança Corporativa

A Política de distribuição dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio da Companhia está alinhada com as boas práticas de Governança Corporativa, que podem ser entendida como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, através do estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas e da dinâmica e organização dos poderes. (AMBEV, 2013)

Apesar da Companhia AMBEV não se encontrar inserida em nenhum destes segmentos de Governança Corporativa descritos, conforme informação do sítio da BM&FBOVESPA, ela informa nos seu relatório de administração, disponível em seu sítio,

que sempre adota políticas de relacionamento com seus investidores e com o mercado em geral baseadas no princípio da transparência, pautando a sua conduta pela ampla divulgação das informações disponíveis a respeito das suas atividades, praticando os mais elevados padrões de atendimento às disposições legais e regulamentares aplicáveis às companhias abertas com valores mobiliários negociados no Brasil e no exterior. No § 3º, do art. 18, do seu estatuto social, também disponível em seu sítio, a Ambev informa que utiliza o regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa para a posse dos seus administradores, conforme transcrito a seguir:

§ 3º - A posse dos Administradores da Companhia, eleitos na forma deste Estatuto Social, ficará condicionada à subscrição pelos mesmos do Termo de Anuência previsto no Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa – Nível 1, da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA, 2013).

3 REFERENCIAL TEÓRICO

Mota (2007) analisou no seu estudo as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das companhias brasileiras, avaliou como é feita a escolha entre os seus instrumentos: se dividendos ou juros sobre capital próprio. O resultado encontrado foi que a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com endividamento, a preocupação com a Governança Corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento são fatores que levam as empresas a distribuírem a maior parte dos seus lucros na forma de dividendos e/ou JCP. Afirma ainda que o JCP é mais vantajoso para as companhias e, também, as que mais utilizam este mecanismo para a remuneração dos seus acionistas e/ou sócios são as mais antigas na bolsa de valores.

Loss e Sarlo Neto (2003, p. 39) verificaram em sua pesquisa resultados empíricos que tratam a relevância da política de financiamento das companhias, em especial, a política de dividendos. Este tema foi abordado sob três enfoques: (i) a hipótese da sinalização - foi encontrada evidência favorável à ideia de que a administração usa a política de dividendos como um sinal; (ii) a hipótese do agenciamento - verificou-se que os dividendos são utilizados como redutores de conflitos, não sendo, portanto, irrelevantes; e (iii) a hipótese da preferência tributária e o efeito clientela - foram encontrados os resultados mais mesclados, não sendo possível avaliar a sua real relevância.

González (1998) trata da Teoria da Sinalização enfatizando que uma mudança na política de dividendos das companhias podem enviar sinais “positivos” ou “negativo” ao mercado. Abordou neste estudo três temas: (i) a relação entre as mudanças nos dividendos e os lucros futuros - concluiu-se que existia uma forte correlação entre as mudanças nos dividendos e os lucros, pois, quando os dividendos aumentavam, os lucros também aumentavam; (ii) as mudanças nos dividendos e seus efeitos sobre o preço da ação e o desempenho das companhias - as taxas de crescimento dos lucros incrementam-se significativamente após o pagamento de dividendos, portanto os dividendos podem operar como sinais positivos do crescimento dos lucros futuros para as companhias da amostra avaliada pelo estudo; e (iii) a relação que existe entre as políticas de dividendos e o tamanho da companhia - o estudo demonstrou que a reação do preço da ação às mudanças nos dividendos é mais forte para companhias de pequeno porte que para as de grande porte, devido ao fato de que uma parte da informação, fornecida por meio do relatório de dividendos para investidores em companhias de pequeno porte, pode estar disponível para os investidores de grandes companhias, por outras fontes de informação.

Firmino *et al.* (2003, p. 12) verificou que as projeções de fluxos de caixa futuros influenciam na política de distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio, que é um dilema para os administradores, ou seja, maior retenção dos lucros para reinvestimentos ou maior distribuição destes lucros.

As expectativas em relação aos fluxos de caixas futuros são bem observadas pelo mercado financeiro, e os investimentos que as empresas planejam para o futuro. Quando uma empresa anuncia mudanças na política de dividendos ela transmite uma informação ao mercado, que as assimila refletindo nos preços das ações. (FIRMINO *et al.*, 2003, p. 5)

Essas informações podem ser de dividendos como sinal positivo e de dividendos como sinal negativo, conforme abaixo transcrito:

Dividendos como sinal positivo - A teoria da sinalização indica que empresas com bons projetos precisam tomar medidas que não possam ser facilmente imitadas pelas empresas sem bons projetos. Aumentar dividendos pode ser visto como uma ação desta natureza. Ao aumentar os dividendos, elas estariam criando um custo para si mesmas, aumentando necessidades de fluxo de caixa ao longo prazo. O fato de que estão dispostas a assumir este compromisso indica aos investidores que elas acreditam que têm a capacidade de gerar estes fluxos de caixa.

O mercado assimila este sinal de forma positiva, levando a uma reavaliação dos valores da empresa e a um aumento no preço das ações.

Dividendos como um sinal negativo - Aumento nos dividendos, de outra parte, pode enviar um sinal negativo para os mercados financeiros. Ao considerar uma empresa que nunca pagou dividendos no passado, mas que registrou um crescimento extraordinário e alto retorno sobre seus projetos. Quando esta empresa começar a pagar ou aumentar substancialmente os dividendos, seus acionistas podem considerar isto como um indicativo de que os projetos da empresa não são tão lucrativos como costumavam ser. Neste caso a reavaliação dos preços das ações ocorrerá de forma negativa. (FIRMINO *et al.*, 2003, p. 5)

Nessa mesma pesquisa Firmino *et al.* (2003, p. 12) afirma que as ações que distribuem dividendos acima da média do mercado apresentam uma valorização superior, indicando, assim, a preferência por parte dos investidores pelas ações de companhias com políticas mais agressivas de distribuição de dividendos. Ressalta ainda que este resultado, de um modo geral, é coerente com as evidências empíricas publicadas no Brasil.

Segundo Rocha (2011) existem duas teorias que defendem a tese que o preço da ação é insensível à política de dividendos da companhia, “Teoria da irrelevância dos dividendos” e “O efeito clientela” ambas de Merton Miller e Franco Modigliani (MM).

Estudo pioneiro de Merton Miller e Franco Modigliani (MM) mostra que os investidores são indiferentes à política de dividendos patrocinada pelas companhias. Essa tese recebeu o nome de teoria da irrelevância dos dividendos. Segundo os estudiosos, os acionistas podem efetuar aplicações

por sua própria conta de forma a compensar a política de dividendos da companhia. (ROCHA, 2011)

O argumento dos autores da “Teoria da irrelevância dos dividendos” é que as diferenças entre políticas de dividendos atuais e futuras não podem afetar o valor de mercado da companhia, uma vez que o valor presente do seu fluxo de caixa líquido futuro, não é alterado. As críticas a essa teoria têm se concentrado principalmente nas imperfeições do mercado, que são ignoradas, pois ela parte do pressuposto que o mercado seja perfeito, ou seja, não há impostos ou corretagens, os investidores possuem as mesmas perspectivas em relação aos investimentos e que a política de investimentos da companhia é sabida e não sofre alterações devido à mudança na sua política de dividendos.

De acordo com Merton Miller e Franco Modigliani (apud Rocha, 2011) no “Efeito clientela” uma companhia ao adotar uma determinada política de dividendos, atrai uma clientela específica que tem preferência por essa política em particular. Cada tipo de investidor se sairá melhor se investir no tipo de empresa que tenha a política de dividendos que melhor se adequa ao seu padrão de consumo.

No mercado há distintos perfis de investidores. Alguns preferem dividendos, outros que as companhias reinvestam seus excedentes de caixa. Assim, depois que todos os investidores selecionam companhias que apresentam políticas de distribuição de dividendos que atendam às suas necessidades, o mercado estaria em equilíbrio. E uma companhia, individualmente, não conseguiria impulsionar o preço de sua ação ao modificar sua política de dividendos. (ROCHA, 2011)

Confrontando com estas teorias temos a “Teoria do pássaro na mão” e o “Efeito sinalizador dos dividendos”. Na “Teoria do pássaro na mão” Myron Gordon e John Lintner (apud Rocha, 2011) argumenta que o custo de capital aumenta à medida que os dividendos caem, devido à diminuição da certeza que os investidores têm em receber os ganhos futuros que resultariam do reinvestimento dos lucros, do que receber dividendos correntes.

Alguns acadêmicos como Myron Gordon e John Lintner dizem que o acionista privilegia mais os dividendos pagos antecipadamente do que aqueles pagos no futuro, pois os lucros futuros são ainda incertos. O investidor teria preferência pelo corrente. Esses dividendos pagos antecipadamente reduziriam o custo de capital próprio da companhia e, assim o preço da ação seria mais bem avaliado. (ROCHA, 2011)

Em outras palavras, o pagamento de dividendos correntes resolve uma incerteza na mente dos investidores e, portanto, o investidor não é indiferente entre receber dividendos agora ou auferir ganhos de capital no futuro.

De acordo com Rocha (2011) o “Efeito sinalizador de dividendos” defende a tese que quando a companhia diminui a distribuição de dividendos num determinado exercício, essa

política pode sinalizar que os dividendos correntes não são sustentáveis a longo prazo, impactando negativamente a cotação das ações. Por outro lado um acréscimo na distribuição destes dividendos pode indicar que os resultados futuros tendem a serem maiores e, conseqüentemente, impulsionar de forma positiva a cotação dos papéis da companhia.

Perobelli *et al.* (2009, p. 145) informa em sua pesquisa que a distribuição de proventos em companhias em expansão majora o custo do seu capital ordinário, devida à queda mais que proporcional nos preços das ações, sendo que o mesmo não acontece com o custo do capital preferencial. Já para as companhias maduras, o mesmo estudo informa que a política de distribuição não gera grandes quedas nos preços das ações ordinárias, mantendo estável seu custo do capital ordinário, não ocorre o mesmo com o custo do capital preferencial, que se eleva.

Quanto à Governança Corporativa, Garcia (2005) a define como sendo o estabelecimento do Estado de Direito na sociedade anônima, pois assegura a prevalência do interesse social sobre os eventuais interesses particulares dos acionistas, sejam eles controladores, sejam representantes da maioria ou minoria. Através dela é criada a “democracia societária”, que tem como pilar a “transparência”, trata-se de um sistema de equilíbrio e separação de poderes, com foco na informação em boas práticas de governança e maior nível de transparência no relacionamento com os *stakeholders* (todas as partes e/ou usuários interessados nos negócios da entidade) em oposição aos regimes anteriores de governança, nos quais prevaleciam a onipotência e poder absoluto e discricionário do controlador ou grupo de controle, conforme definição abaixo:

Ao procurar definir princípios que visam compor os diversos interesses afetados pelas leis, regras e regulamentos internos que regem o governo das companhias sua conceituação apresenta grande abrangência podendo incluir apenas os interesses dos acionistas da sociedade ou, de maneira mais ampla, outros interesses que não exclusivamente o interesse dos acionistas, mas também dos empregados, consumidores, membros da comunidade em que a companhia está inserida e outros. (GARCIA, 2005, p. 3)

A Governança Corporativa no Brasil é classificada em níveis diferenciados, de acordo com comprometimento de cada companhia e é de adesão voluntária. Desta forma cada entidade adota suas práticas de governança e se adequa ao seu nível de transparência adicional em relação ao que é exigido pela legislação. Estes níveis foram instituídos no final de 2000 e são divididos em três níveis de governança, em ordem crescente de exigência: Nível 1 - exige práticas adicionais de liquidez das ações, de *disclosure* (divulgação) e separação entre presidente do conselho de administração e diretor-presidente; Nível 2 - exige práticas adicionais relativas aos direitos dos acionistas e conselho de administração; e o Novo

Mercado - se diferencia do Nível 2 pela exigência para emissão exclusiva de ações com direito a voto. Existe, ainda, um segmento de Governança Corporativa denominado “Bovespa Mais”, que foi idealizado para pequenas e médias companhias que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento dessas companhias via mercado de capitais. (BM&FBOVESPA, 2013)

4 METODOLOGIA

Para se executar um trabalho de pesquisa é necessário definir os métodos e procedimentos de investigação. Beuren *et al.* (2006, p. 53) ressalta que o termo “procedimentos” é empregado representando diversas formas peculiares e que está subordinado cada objeto de pesquisa, nas suas diversas etapas. Afirma, ainda, que o conjunto de métodos e procedimentos é denominado de metodologia de pesquisa e que a formulação do problema conduz a um determinado tipo de metodologia, conforme abaixo transcrito:

Nessa Perspectiva, o problema formulado conduz ao tipo de metodologia da pesquisa a ser utilizado no desenvolvimento do trabalho monográfico. A palavra *metodologia* tem diferentes sentidos, mas sempre está relacionada ao método e aos procedimentos. (BEUREN *et al.*, 2010, p. 54)

A correta e detalhada descrição da metodologia aplicada faz-se necessário para que outras pessoas possam entender o estudo e que também possam replicá-lo em outras observações diferentes daquela apresentada.

A pesquisa na área de ciências contábeis, de modo geral, abrange um universo de elementos tão grande que se torna impossível considerá-los na sua totalidade. Deste modo torna-se necessário extrair uma pequena parte da população, denominada amostra, sendo necessária a utilização das regras da teoria da amostragem, para que o plano amostral seja representativo e para que a pesquisa tenha validade.

As técnicas de amostragem permitem tratar de maneira econômica e estatisticamente confiável determinados dados de um universo de pesquisa que, muitas vezes, não está acessível em sua totalidade ao pesquisador, seja pelo custo que isso acarretaria, seja pelo prazo que seria necessário. OLIVEIRA (2003, p. 82)

De acordo com Reis *et al.* (1997, p.25) A amostragem e em particular os processos de amostragem aplicam-se em várias áreas do conhecimento e constituindo, muitas vezes, a única forma de obter informações sobre uma determinada realidade que importa conhecer. A teoria da amostragem é assim um dos instrumentos que possibilita esse conhecimento científico da realidade, onde outros processos ou métodos alternativos, por razões diversas, não se mostram adequados ou até mesmo possíveis.

Ainda Reis *et al.* (1997, p.26) que a teoria da amostragem estuda as relações existentes entre uma população e as amostras extraídas dessa população. Tem como maior utilidade a avaliação de grandezas desconhecidas da população e ainda determinam se as diferenças observadas entre essas amostras são devidas ao acaso ou se são verdadeiramente significativas. Este processo todo é que determina a amostra a ser pesquisada. Dessa forma

podemos inferir que a amostra é uma parte de elementos selecionada de uma população estatística. Enquanto que um censo envolve um exame de todos os elementos de um dado grupo, a amostragem envolve um estudo de apenas uma parte desses elementos. Este processo consiste em selecionar parte da população e observá-la com vista a estimar uma ou mais características para a totalidade da população.

De acordo com Beuren *et al.* (2010, p. 57) “O processo de análise e interpretação dos dados depende da tipologia da pesquisa que consta do plano de investigação, a qual é definida com base no problema formulado.”

Quanto aos objetivos a pesquisa pode ser enquadrada como: (i) pesquisa exploratória, quando há pouco conhecimento sobre a temática a ser elaborada, sendo que por meio do estudo exploratório, busca-se conhecer com mais profundidade o assunto, com objetivo de torná-lo mais claro; (ii) pesquisa descritiva, tem como principal objetivo descrever característica de determinada população ou fenômeno ou estabelecer relação entre suas variáveis, utilizando técnicas padronizadas de coleta e seleção de dados; e (iii) pesquisa explicativa, esta visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos, com o objetivo de explicar a razão e o porquê das coisas, aprofundando o conhecimento da realidade.

Para responder ao problema-pesquisa, se existe relação entre a distribuição de dividendos e o pagamento de juros sobre capital próprio, com a valorização das ações, será utilizada abordagem empírico-analítica, com uma pesquisa descritiva, através de uma abordagem quantitativa.

...a abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. Esse procedimento não é tão profundo na busca do conhecimento da realidade dos fenômenos, uma vez que se preocupa com o comportamento geral dos acontecimentos. (BEUREN *et al.*, 2010, p. 92)

De acordo com Beuren *et al.* (2010, p. 93) no Brasil a abordagem quantitativa no tratamento de problemas de pesquisa em Contabilidade é relativamente recente, no entanto os pesquisadores dos Estados Unidos já utilizam a estatísticas avançadas nas buscas de respostas aos seus objetos de estudos a muitas décadas, conforme observado em artigos publicados.

Para elaboração desta pesquisa, foram selecionados como amostras os valores de cotação das ações, bem como os valores distribuídos como dividendos e o pagamento de juros sobre capital próprio da Companhia AMBEV no período de 2008 a 2012. Estes dados foram obtidos no sítio da Companhia AMBEV, sítio da Comissão de Valores Mobiliários - CVM, e

sítio da BM&FBOVESPA. Desta forma foi calculado o retorno de capital das ações, com a seguinte fórmula:

$$GC = \left(\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} \right) = \frac{P_{t+1}}{P_t} - 1$$

Onde:

GC = Ganho de Capital, se negativo, haverá perda de capital.

P_{t+1} = Preço do ativo no período $t+1$, ou seja, no final do período.

P_t = Preço do ativo no início do período.

Para obtenção dos preços dos ativos em cada período foi utilizada a média das cotações das ações da Companhia, pois a mesma possui quatro tipos: ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) negociadas na BM&FBOVESPA, respectivamente, através dos símbolos AMBV3 (ON) e AMBV4 (PN) e na NYSE através dos símbolos ABV.C (ON) e ABV (PN).

Assim, o preço do ativo foi calculado pela fórmula: $P = \frac{C_1 + C_2 + C_3 + C_4}{4}$.

Onde:

P = Preço do ativo, que pode ser no início do período (P_t) ou no final do período (P_{t+1}).

C_1 = Cotação da ação AMBV3.

C_2 = Cotação da ação AMBV4.

C_3 = Cotação da ação ABV.C.

C_4 = Cotação da ação ABV.

Quanto à evolução da distribuição de dividendos e pagamento do JCP a metodologia utilizada é semelhante à da precificação das ações, com o confronto dos valores pagos no final do período ($t+1$), com os pagos no período inicial (t), através da fórmula:

$$\text{Pagamento de Dividendos} + \text{JCP} = \left[\frac{(Div + JCP)_{t+1} - (Div + JCP)_t}{(Div + JCP)_t} \right] = \frac{(Div + JCP)_{t+1}}{(Div + JCP)_t} - 1$$

Onde:

$(Div + JCP)_{t+1}$ = Soma do pagamento dos dividendos com os juros sobre capital próprio no período $t+1$, ou seja, no final do período.

$(Div + JCP)_t$ = Soma do pagamento dos dividendos com os juros sobre capital próprio no início do período.

Todos os dados obtidos foram organizados e tabulados em uma planilha do *Microsoft Office Excel 2010*, assim servindo de banco de dados para se aplicar as técnicas de análises.

Através das ferramentas de estatística de Correlação e Regressão Linear será verificada se há correlação entre a remuneração de dividendos e o pagamento de juros sobre capital com a valorização das ações da Companhia AMBEV.

A correlação linear tem como objetivo mensurar o grau de associação entre variáveis quantitativas e para isso utiliza o Índice de Correlação de Pearson, também chamado de "coeficiente de correlação produto-momento". Este grau de associação pode ser positivo ou negativo, este coeficiente somente assume valores entre -1 e 1 .

Quando este coeficiente é igual a 1 significa que há uma correlação perfeita positiva entre as duas variáveis. Quando igual a -1 significa que há uma correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, isto é, se uma aumenta a outra sempre diminui. Quando igual a 0 (zero), significa que as duas variáveis não dependem linearmente uma da outra. No entanto, pode existir uma dependência não linear. Assim, o resultado deve ser investigado por outros meios.

Para a análise da correlação linear utilizamos os seguintes parâmetros para a correlação linear positiva: a) correlação linear forte positiva, quando o coeficiente é $\geq 0,8$; b) correlação linear moderada positiva, quando o coeficiente está entre $0,5$ e $0,8$; c) correlação linear fraca positiva, quando o coeficiente está entre $0,1$ e $0,5$; d) correlação linear ínfima positiva, quando o coeficiente está entre 0 e $0,1$; e e) nula, quando o coeficiente for igual a 0 (zero). Por analogia os parâmetros são os mesmos para a correlação linear negativa que vai de 0 (zero) a -1 .

A equação para o cálculo do Índice Correlação Linear de Pearson é a seguinte:

$$r = \frac{C_{x,y}}{S_x S_y}, \quad r \in [-1, 1]$$

Onde:

$C_{x,y}$ = Covariância ou variância conjunta das variáveis x e y .

S_x = Desvio padrão da variável x .

S_y = Desvio padrão da variável y .

Já a análise de regressão é entendida como previsão, ou seja, quando fazemos uma regressão queremos prever resultados. Tendo como objetivo prever os valores de uma variável dependente com base em resultados da variável independente. A fórmula da Regressão Linear é $Y = ax + b$, onde x é a variável independente e y é a variável dependente, uma vez que y depende de x e, por sua vez, x não depende de y .

Para esta pesquisa os dados foram organizados e tabulados através de uma planilha, que relaciona a distribuição de dividendos somada com o pagamento de juros sobre capital próprio com a cotação das ações da Companhia no período de 2008 a 2012.

Neste caso a variável independente (x) é a distribuição de dividendos somada com o pagamento de juros sobre capital próprio, enquanto que a variável dependente (y) é a cotação das ações da Companhia.

Uma das premissas adotadas em uma análise de regressão é a de se assumir que a amostra apresentada é representativa de uma população, isto é, estamos assumindo que os cinco períodos que são objeto do estudo representam realmente o que acontece com a população e que as relações dali obtidas também se referem à população.

Para obtenção a reta de regressão é necessário o cálculo do coeficiente angular b e a o intercepto a , variáveis da fórmula $Y = ax + b$. O coeficiente angular b é a medida da variação que ocorre em uma característica quando outra característica se modifica de uma unidade, para a determinação utilizamos a fórmula:

$$b = \frac{\sum xy - \frac{\sum x \cdot \sum y}{n}}{\sum x^2 - \frac{(\sum x)^2}{n}}$$

Já o intercepto a é o ponto de intersecção da reta com a ordenada (eixo y). Equivale ao valor de y quando $x = 0$, para o seu cálculo é utilizada a fórmula: $a = \bar{y} - b \cdot \bar{x}$.

Desta forma a equação final da regressão é $Y = ax + b$. Esta equação proporciona a plotagem do diagrama de dispersão, que é o gráfico sobre o qual cada medida individual é representada por um ponto (ou outro símbolo qualquer), sendo que a posição de cada ponto é determinada pelos valores observados em um indivíduo para as duas características mensuradas.

... em se tratando da mensuração das variáveis, uma das preocupações fundamentais do pesquisador é mensurar aspectos, propriedades ou fatores do objeto de investigação. Desse modo é necessário que ele descubra o nível de mensuração do mesmo por meio das variáveis. (BEUREN *et al.*, 2010, p. 111)

De acordo com Beuren *et al.* (2010, p. 113) “As variáveis utilizadas nas hipóteses ou perguntas de pesquisa precisam ser definidas de modo que as hipóteses possam ser testadas ou a pergunta respondida.”

4 RESULTADOS E ANÁLISES

Este trabalho aborda a relação das cotações das ações da Companhia AMBEV negociadas na BM&FBOVESPA e NYSE no período compreendido entre os anos de 2008 e 2012. Também foram coletados os dividendos distribuídos e os pagamentos de juros sobre o capital próprio do mesmo período. A amostragem compreende as quatro ações da companhia e a distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio no período delimitado.

A tabela 2 apresenta as cotações das ações da Companhia no período de 2008 a 2012, sendo que o valor utilizado como referência é a última cotação de cada exercício.

Tabela 2 – Cotação das ações da AMBEV em R\$

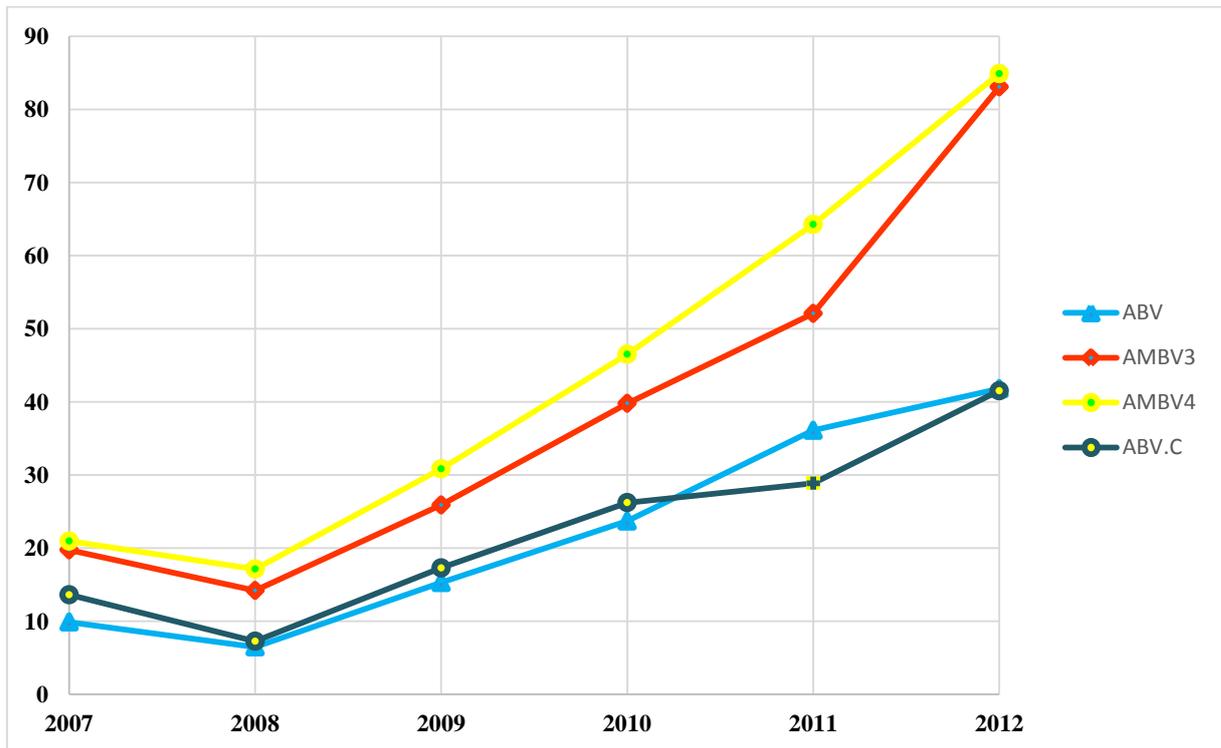
Data	Período	ABV	ABV.C	AMBV3	AMBV4	Média	Evolução
02/01/2008	0	9,88	13,60	19,74	20,95	16,04	
31/12/2008	1	6,47	7,25	14,19	17,13	11,26	-29,81%
31/12/2009	2	15,27	17,27	25,88	30,83	22,31	98,16%
31/12/2010	3	23,68	26,21	39,78	46,50	34,04	52,57%
30/12/2011	4	36,09	28,87	52,08	64,25	45,32	33,14%
31/12/2012	5	41,79	41,50	83,06	84,87	62,81	38,57%

Fonte: sítio da AMBEV com adaptação do autor

Através da Tabela 2 verifica-se que houve uma queda nos valores das ações da Companhia durante o ano 2008, este fato ocorreu devido à Crise de *Subprime*, que ocorreu devido às elevadas perdas relacionadas com o financiamento de imóveis nos Estados Unidos, situação esta que abalou a saúde financeira de importantes bancos e fundos de investimento, refletindo, principalmente, no mercado acionário mundial, esta crise iniciou-se em 2007 e teve seu ápice em setembro de 2008. Já no segundo período de avaliação desta pesquisa, em 2009, os valores médios das ações da Companhia quase que dobraram (98,16%), desta forma houve a compensação das perdas no período anterior, pois os valores distribuídos em dividendos e em pagamento de JCP mantiveram-se crescentes nestes dois períodos.

O gráfico 1 mostra a variação das ações nos períodos da janela de pesquisa, conforme os dados dispostos na Tabela 2.

Gráfico 1- Cotação das ações (em R\$):



Fonte: elaborado pelo autor

A tabela 3 apresenta a soma da distribuição de dividendos com o pagamento de juros sobre capital próprio do período abordado no estudo, sendo que o valor utilizado como referência é o total do dispêndio de cada exercício.

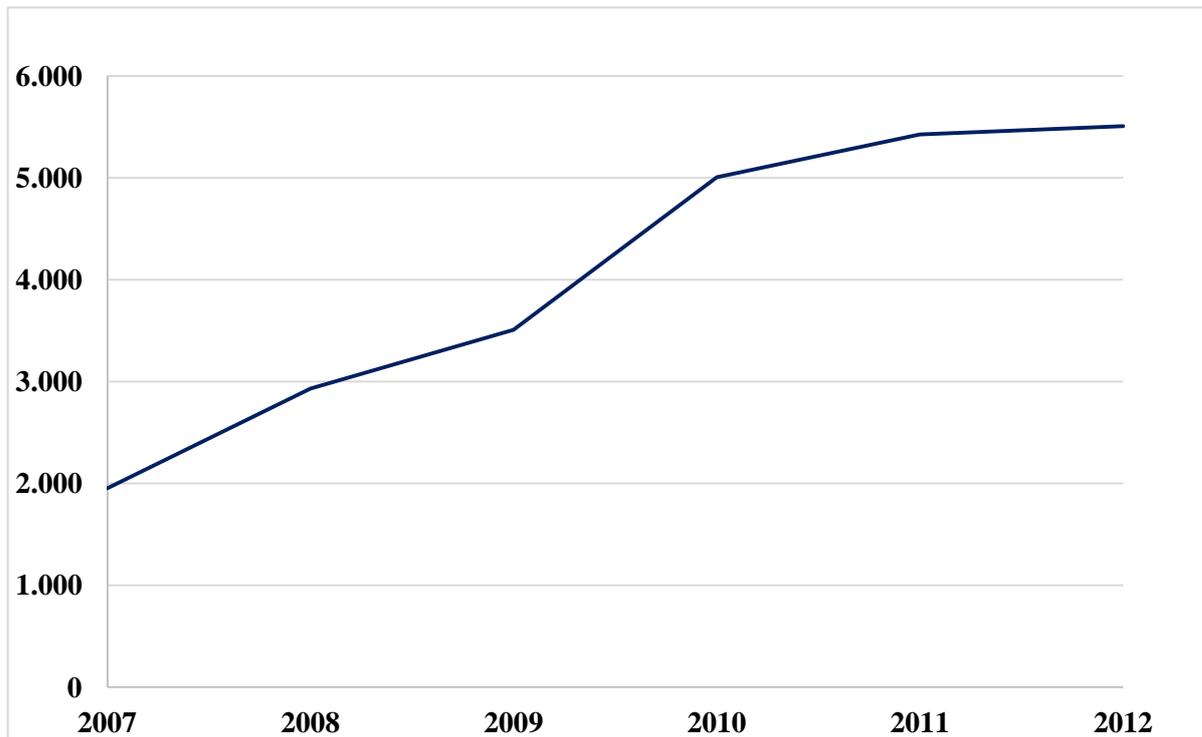
Tabela 3 – Dividendos/JCP (em milhões de R\$)

Data	Período	Dividendos/JCP	Evolução
31/12/2007	0	1.952,60	
31/12/2008	1	2.931,20	50,12%
31/12/2009	2	3.506,50	19,63%
31/12/2010	3	5.007,30	42,80%
30/12/2011	4	5.426,60	8,37%
31/12/2012	5	5.508,37	1,51%

Fonte: sítio da AMBEV com adaptações do autor

O gráfico 2 mostra a evolução da distribuição dos dividendos e pagamento de juros sobre o capital próprio, conforme os dados dispostos na Tabela 3

Gráfico 2 - Dividendos/JCP (em milhões de R\$):



Fonte: elaborado pelo autor

Conforme se observa no Gráfico 2 a distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio esteve em evolução durante todo os períodos abordados pelo estudo, nem mesmo no primeiro período quando houve uma queda nas cotações das ações da Companhia estes valores sofreram involução.

Após a categorização das variáveis foi realizada as análises de correlação e regressão linear.

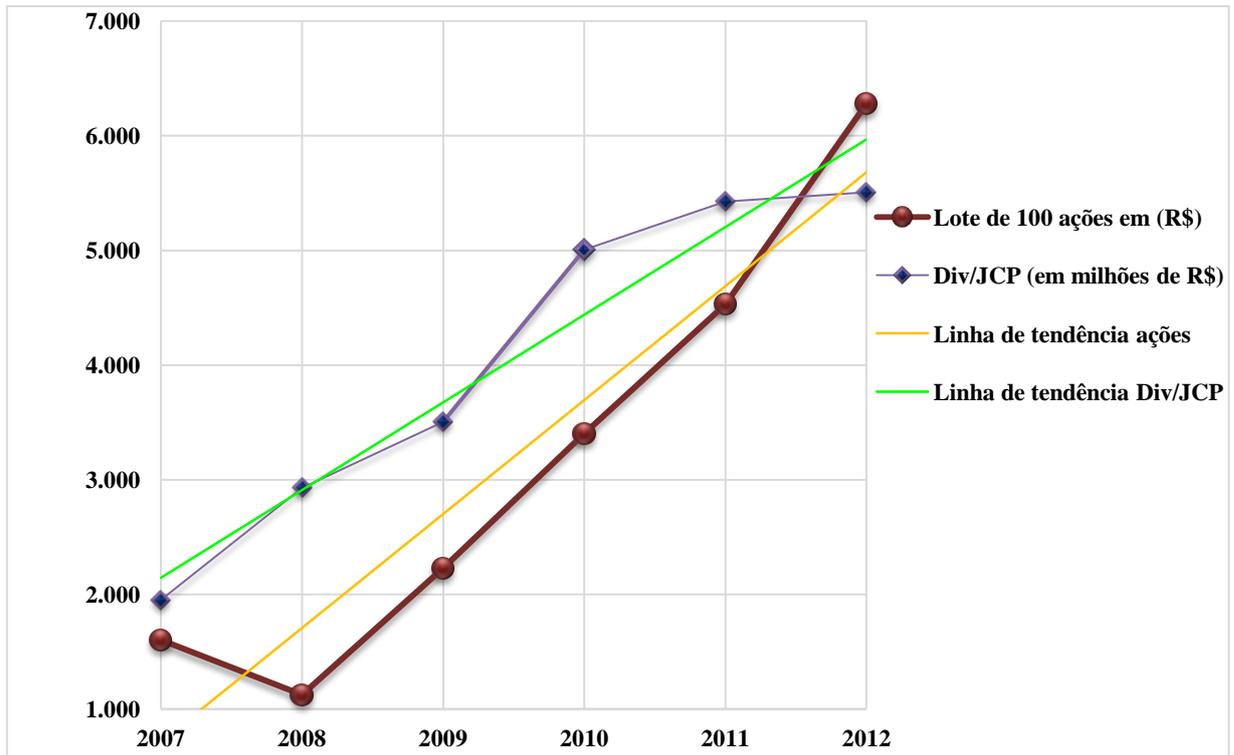
Para uma melhor visualização gráfica foram adequados os valores das ações, com a utilização das médias dos valores agrupados em lotes de 100 ações, facilitando, assim, uma melhor comparação, conforme disposto na Tabela 4.

Tabela 4 – Dividendos/JCP e cotação das ações

Período	Div/JCP (em milhões R\$)	Valor médio ações em R\$ (lote c/ 100 ações)
0	1.952,60	1.604,25
1	2.931,20	1.126,00
2	3.506,50	2.231,25
3	5.007,30	3.404,25
4	5.426,60	4.532,25
5	5.508,37	6.280,50

Fonte: elaborada pelo do autor

Gráfico 3- Dispersão entre Dividendos/JCP e cotação das ações:



Fonte: elaborado pelo autor

Com base no gráfico 3, que mostra a dispersão das variáveis, é possível se verificar que existe associação entre a remuneração dos dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio com a valorização dos papéis da Companhia. O gráfico indica que somente no primeiro período de avaliação não houve sintonia entre estas variáveis, devido à Crise do *Subprime*.

A partir da relação percebida no gráfico, observa-se que as linhas de tendência das duas variáveis convergem no mesmo sentido, tendendo a estabilizar em um período maior.

Aplicando a ferramenta Análise de Dados do *Microsoft Excel* obtemos os seguintes resultados do Índice de Correlação de Pearson:

Tabela 5 - Resumo dos Resultados

Estatística de regressão	
R-múltiplo	0,882101652
R-quadrado	0,778103325
R-quadrado ajustado	0,722629156
Erro padrão	1029,142371
Observações	6

Fonte: elaborada pelo autor

O R-múltiplo indica que existe uma correlação linear forte positiva, pois o coeficiente é $\geq 0,8$, ou seja, o grau de explicação da regressão foi de aproximadamente 88%, o que pode indicar que este percentual da variação da cotação das ações da Companhia deve-se à variação da distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio.

O R-quadrado indica que cerca de 78% da variabilidade da valorização das ações da Companhia pode ser descrita (ou explicada) pela variabilidade da distribuição dos dividendos e pagamento de juros sobre o capital próprio. O restante (22%) pode ser explicado por outros fatores não mensurados, como por exemplo, crises financeiras, inflação no período, etc.

O R-quadrado ajustado é uma correção do R-quadrado, levando em conta o número de graus de liberdade envolvidos. Já a variabilidade das médias é estimada pelo seu erro padrão

Esse trabalho converge com os resultados de Silva Chaves e Vellani (2011). As ações com maior retorno são as com maior distribuição de dividendos. Também se alinha com o estudo de González (1998) que trata da teoria da sinalização positiva, ou seja, maior distribuição de dividendos e pagamento de JCP sinalizam de maneira positiva o desempenho das companhias, portanto estes desembolsos podem operar como sinais positivos do crescimento dos lucros futuros para as companhias da amostra.

Existem limitações neste trabalho, uma delas é a inexistência de outras companhias do segmento de industrialização e comercialização de bebidas inseridas na bolsa de valores brasileira, para se pudesse efetuar uma maior comparação. No entanto, ele responde à pergunta da pesquisa e os resultados aqui expostos contribuem para ampliar o conhecimento sobre distribuição de dividendos, pagamento de juros sobre capital próprio e retorno das ações no mercado acionário brasileiro.

5 CONCLUSÕES

O objetivo do estudo foi verificar se há relação distribuição de dividendos e pagamentos de juros sobre capital próprio com a precificação das ações da Companhia Ambev no período entre 2008 e 2012.

Para a verificação deste resultados foi aplicado o teste de correlação de Pearson. Os resultados indicaram correlação positiva e convergem para o trabalho de Silva Chaves & Vellani (2011) e para a o estudo de González (1998), que trata da teoria da sinalização positiva, ou seja, maior distribuição de dividendos e pagamento de JCP sinalizam de maneira positiva o desempenho da companhia, portanto estes desembolsos podem operar como sinais positivos do crescimento dos lucros futuros para a companhia da amostra.

O grau de explicação da regressão foi de aproximadamente 88%, ou seja, este percentual da variação da cotação das ações da Companhia é explicada pela variação da distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio.

O resultado mais interessante deste estudo é que o somatório da distribuição de dividendos e pagamento de juros sobre capital próprio apresenta uma correlação com a média da cotação das ações da Companhia. Assim, ficou demonstrado que a evolução das duas variáveis é semelhante.

Outro fato a ser destacado é que apesar da Companhia adotar práticas de Governança Corporativa, conforme informa no seu sítio, sua inserção em um dos níveis de governança adotados pela BM&FBOVESPA, demandará um enorme processo de mudança, pois a elevada concentração de capital por parte de duas investidoras, a FAHZ e a *Anheuser-Busch InBev* (aproximadamente 80% e 50% das ações ordinárias e preferenciais, respectivamente) e também pelo fato da Companhia ter uma quantidade elevada de ações preferenciais, ou seja, quase 44% do total de suas ações, conforme disposto na Tabela 1.

Fica como sugestão para novas pesquisas, a utilização de outras técnicas estatísticas para fazer comparações ao modelo deste estudo apresentado, bem como a segregação por categoria de ações (preferenciais e ordinárias) para se obter uma visão mais analítica.

REFERÊNCIAS

- AMBEV. *Relacionamento com investidores*. Disponível em: <http://ri.ambev.com.br/default_pt.asp?idioma=0&conta=28>. Acesso em: 01 maio 2013.
- BEUREN, I. M. (Org.). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 195 p.
- BILLI, M. Dividendo cai em relação a valor da ação. *Folha de São Paulo*, São Paulo, 25 dez. 2005. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=253754>>. Acesso em: 30 maio 2013.
- BMF&BOVESPA. *Empresas listadas*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?opcao=1&indiceAba=1&idioma=pt-br>>. Acesso em: 12 maio 2013.
- BORÇA JÚNIOR, G. R.; TORRES FILHO, E. T. Analisando a crise do *subprime*. *Revista do BNDES*, v. 15, n. 30, p. 129-159, 2008. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf>. Acesso em: 14 jun. 2013.
- BRASIL. Decreto nº. 3.000, de 26 de março de 1999. *Dispõe sobre o regulamento do Imposto de Renda - RIR/99*. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/rir/default.htm>>. Acesso em: 02 maio 2013.
- BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Dispõe sobre as sociedades por ações*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm>. Acesso em: 25 maio 2013.
- BRASIL. Presidência da República. Casa Civil. Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995. *Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências*. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm>. Acesso em: 20 maio 2013.
- BRASIL. Receita Federal do Brasil. Instrução Normativa da Secretaria da Receita da Federal nº. 12, de 12 de fevereiro de 1999. *Dispõe sobre os juros pagos ou creditados a título de remuneração do capital próprio, e dá outras providências*. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/ins/Ant2001/1999/in01299.htm>>. Acesso em: 05 maio 2013.
- FIRMINO, A.; GAMA A.; BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. *O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil*. São Paulo, 2003. Disponível em: <http://www.infinitaweb.com.br/albruni/artigos/a0307_CongUSPCont_dividendos.pdf>. Acesso em: 10 maio 2013.

GARCIA, F. A. *Governança corporativa*. 2005. 41f. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) - Universidade Federal do Rio de Janeiro - Instituto de Economia, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em: <www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Felix%20_Arthur_C_Azevedo_Garcia.pdf>. Acesso em: 18 maio 2013.

GONZÁLEZ, P. G. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos*, v. 10, n. 19, p. 70-81, 1998. Disponível em: <http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/cad19/as_mudancas.pdf>. Acesso em 30 maio 2013.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. *Manual de contabilidade societária: Aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 794 p.

LIMA FREIRE, H.V.; ZATTA, F. N.; DALMÁCIO, F. Z.; LOUZADA, L. C.; NOSSA, V. *Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na BOVESPA*. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, n. 39, p. 47-67, 2005. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v16n39/v16n39a05.pdf>>. Acesso em: 02 jun. 2013.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, Edição Comemorativa, p. 39-53, 2003. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v14nspe/v14nspea08.pdf>>. Acesso em: 04 jun. 2013.

MARTINS, G. A. *Manual para elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

MOTA, D. C. *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações. Um estudo empírico sobre a distribuição no Brasil*. 2007. 71 f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2007. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/2311>>. Acesso em 31 maio 2013.

OLIVEIRA, A. B. S. (Org.) *Métodos e técnicas de pesquisa em Contabilidade*. São Paulo: Saraiva, 2003. 177 p.

PEROBELLI, F. F. C.; ZANINI, A.; SANTOS, A. B. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo *Kohonen Maps*. *Revista de Administração de Empresas*, v. 49, n. 2, p. 132-146, 2009.

REIS, E.; MELO, P.; ANDRADE, R.; CALAPES, T. *Estatística Aplicada*. 4. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2001.

ROCHA, A. Faz sentido investir em ações com distribuição de dividendos elevada? *Valor Econômico*, São Paulo, 21 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1003708/faz-sentido-investir-em-aco-es-com-distribuicao-de-dividendos-el>>. Acesso em: 01 jun. 2013.

ROSTÁS, R. AMBEV ultrapassa Petrobras em valor de mercado. *Valor Econômico*, São Paulo, 21 nov. 2012. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/2912682/AMBEV-ultrapassa-petrobras-em-valor-de-mercado>>. Acesso em: 30 mar. 2013.

SILVA CHAVES, E. P.; VELLANI, C. L. *Análise da relação entre a distribuição de dividendos e o retorno da ação de empresas da Bovespa*. VII Congresso Nacional de Excelência em Gestão. 12-13 mar. 2011. São Paulo. Disponível em: <http://www.excelenciaemgestao.org/Portals/2/documents/cneg7/anais/T11_0343_1718.pdf>. Acesso em: 05 abr. 2013.