

Referências bibliográficas

ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. The Cash Flow Sensitivity of Cash, **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 4, 1777-1804, 2004.

CAMPELLO, M.; GRAHAM J.; Harvey, C. The real effects of Financial Constraints: Evidence from a Financial Crisis. **Working paper** (versão de 11 de março de 2009), 2009.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private Benefits of Control: An International Comparison. **The Journal of Finance**, Vol. 59, No. 2 , 537-600, 2004;

DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. The regulation of entry. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 117, No. 1 (Feb., 2002), 1-37, 2002.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappering dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. **Journal of Financial Economics** 60, 3-43, 2001.

INFOINVEST. **Relatório de Informativos Anuais (IAN)**. Disponível em www.infoinvest.com.br

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Tunneling. **The American Economic Review**, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, 22-27, 2000.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A., VISHNY, R. Legal Determinants of External Finance. **Journal of Finance**, Vol. LII, No. 3, 1131-1150, 1997.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R. Law and finance. **Journal of Political Economy** 106, no. 6, 1-53, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, Vol. LIV. No 2, 471-517, 1999.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SCHLEIFER, A.; VISHNY, R., Agency problems and dividend policies around the World. **The Journal of Finance** Vol. LV. No ,1-33, 2000.

LEAL, R.; SILVA, A.; VALADARES, S. Estrutura de Controle e Propriedade das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, V. 6, n. 1, 7-18, 2002.

MYERS, S.; MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors Do Not Have, **Journal of Financial Economics** 13, No. 2, 187-221, 1984.

RAJAN, R.G.; ZINGALES, L. Financial Dependence and Growth. **The American Economic Review**, Vol. 88, No. 3, 559-586, 1998.

WURGLER, J. Financial markets and the allocation of capital. **Journal of Financial Economics** 58, 187-214, 2000.

Tabelas

Tabela 1 - Dívidendo Mínimo Obrigatório definido em estatuto

Apresento abaixo o percentual de distribuição de dividendos definido em estatuto pelas empresas brasileiras. Foram consideradas todas empresas de capital aberto e, com alguma negociação em bolsa durante o período compreendido entre 2005 e 2009. Os dados foram retirados do Estatuto Social, dentro do "Informativo Anual" (IAN) das empresas, referente ao ano de 2007. Empresas do setor financeiro foram excluídas. A fonte de dados é o site Infoinvest (www.inforinvest.com.br)

	Nº de empresas	% do Total
Dividendo de 25% do Lucro Líquido	276	88%
Abaixo de 25% do Lucro Líquido	5	2%
Acima de 25% do Lucro Líquido	32	10%
Total de empresas	313	100%

Tabela 2 - Dividendos previstos em estatuto vs efetivamente pago

As tabelas abaixo mostram quais foram os dividendos distribuídos em relação ao dividendo mínimo obrigatório definido no estatuto das empresas no Informativo Anual (IAN) de 2007. Apesar de não reportado aqui, o percentual definido em estatuto não varia de ano a ano para a grande maioria dos casos. O painel A se refere a todas empresas listadas em bolsa, com negociação no ano, com exceção do setor financeiro; painel B é referente somente a empresas que possuam ações preferenciais; painel C se refere às demais, ou seja, somente empresas que não possuam ações preferenciais. Número de empresas com informações de dividendo refere-se ao número de empresas com informações sobre o volume total de dividendos pagos na base de dados Economática; Número de pagadores abaixo do estatuto refere-se ao total de empresas que distribuíram anualmente percentual inferior ao definido em estatuto; % abaixo do estatuto / Total de pagadores é resultado da divisão das outras duas variáveis presentes na tabela: é calculado portanto somente entre as empresas que distribuíram algum dividendo no ano.

Painel A - Todas empresas com negociação em bolsa

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas com informações de dividendo pago	50	56	100	134	75	83
Dividendo / Lucro líquido (Payout)	41%	39%	34%	34%	43%	38%
Número de pagadores abaixo do estatuto	17	21	48	63	28	35
Número de pagadores acima do estatuto	33	35	52	71	47	48
- Até 20% acima do estatuto	4	6	11	13	6	8
- Acima de 20% do estatuto	29	29	41	58	41	40

Painel B - Somente empresas que possuem ações preferenciais

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas com PN com informações de dividendo	35	36	47	68	33	44
Número de pagadores com PN abaixo do estatuto	15	14	22	33	12	19
Número de pagadores acima do estatuto	20	22	25	35	21	25
- Até 20% acima do estatuto	3	4	7	9	3	5
- Acima de 20% do estatuto	17	18	18	26	18	19

Painel C - Somente empresas que não possuem ações preferenciais

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas com informações de dividendo (somente ON)	15	20	53	66	42	39
Número de pagadores abaixo do estatuto (somente ON)	2	7	26	30	16	16
Número de pagadores acima do estatuto	13	13	27	36	26	23
- Até 20% acima do estatuto	1	2	4	4	3	3
- Acima de 20% do estatuto	12	11	23	32	23	20

Tabela 3 - Comparações entre diferentes grupos de empresas

Abaixo comparo empresas da amostra durante o segundo trimestre de 2009 segundo diferentes critérios. Apesar de não estar reportado, foi feito um teste de diferenças das médias entre os grupos e nenhuma diferença é estatisticamente significativa a 5%. Número de empresas refere-se ao número de empresas com informações sobre o divisor do painel (pagamento de dividendos no painel A; volume total de dividendos pagos no painel B; lucro líquido no painel C); Tamanho médio (R\$ Bilhões) refere-se à média do total de ativos das empresas de cada grupo; Q-Tobin mede oportunidades de investimentos e é resultado da divisão do Valor de mercado da empresa pelo Total de Ativos; Taxa de Investimento (%) é resultado da divisão entre Total de Imobilizado da empresa no 2T09 pelo imobilizado do 1T09; Retorno sobre Ativos (ROA) (%) é resultado da divisão entre o lucro líquido da empresa pelo total de ativos (nesse caso excluímos empresas com valores absolutos superiores a um); Dividend Yield (%) é uma variável retirada diretamente do Economática, sendo a mesma fruto da divisão do volume de dividendos pagos ação pelo preço da respectiva ação no início do período;# Número de empresas com Lucro Líquido > 0

Painel A - Comparação entre pagadoras e não pagadoras de dividendos

	Pagadores	Não Pagadores	Diferença de médias
Números de empresas	205	108	97
Tamanho médio (R\$ Bilhões)	12,57	3,04	9,53
Q-Tobin	0,85	0,63	0,23
Taxa de investimento (%)	8,09%	8,50%	0,41%
Retorno sobre Ativos (ROA) (%)	2,80%	-1,28%	4,08%
Dividend yield (% a.a.)	4,72%	N/A	N/A
# de empresas com Lucro Líquido > 0	143	37	106

Painel B - Comparação entre pagadoras acima e abaixo do dividendo mínimo obrigatório

	Pagam Acima	Pagam Abaixo	Diferença de médias
Números de empresas	77	36	41
Tamanho médio (R\$ Bilhões)	18,86	11,62	7,24
Q-Tobin	1,01	0,71	0,31
Taxa de investimento (%)	8,50%	7,17%	1,33%
Retorno sobre Ativos (ROA) (%)	3,83%	2,37%	1,46%
Dividend yield (% a.a.)	5,39%	2,57%	2,82%
# de empresas com Lucro Líquido > 0	77	23	54

Painel C - Comparação entre empresas lucrativas e não lucrativas

	Lucrativas	Não Lucrativas	Diferença de médias
Números de empresas	180	60	120
Tamanho médio (R\$ Bilhões)	10,25	8,09	2,16
Q-Tobin	0,84	0,60	0,25
Taxa de investimento (%)	9,01%	4,00%	5,01%
Retorno sobre Ativos (ROA) (%)	3,56%	-4,43%	7,99%
Dividend yield (% a.a.)	3,46%	1,85%	1,62%
# de empresas com Dividend Yield > 0	131	17	114

Tabela 4 - Utilização de reservas

As tabelas abaixo apresentam estatísticas descritivas sobre utilização de reservas pelas empresas brasileiras de capital aberto. A amostra contém todas empresas com alguma negociação no ano, sendo excluídas empresas do setor financeiro. O painel A apresenta estatísticas descritivas de utilização de reservas de lucros, enquanto o painel B compara a utilização de reservas legais entre empresas que distribuem acima ou abaixo do percentual definido em estatuto. Número de empresas refere-se ao número de empresas com alguma negociação no ano; Número de empresas utilizando alguma reserva refere-se ao número de empresa que, durante o exercício, utilizou alguns dos possíveis tipos de reservas previstas em lei; % das empresas que usam alguma reserva / Total refere-se à divisão entre o número de empresa que usam alguns dos possíveis tipos de reserva sobre o total de empresas com negociação no ano em questão; Reserva Total / Capital Social (%) refere-se à média de Reserva total sobre Capital Social para todas empresas que utilizam algum tipo de reservas; Número de empresas com informações de dividendo pago

Painel A - Utilização de qualquer tipo de reserva

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas	223	249	305	313	315	281
Número de empresas utilizando alguma reserva	139	164	202	222	187	183
% das empresas que utilizam alguma reserva / Total de empresas	62%	66%	66%	71%	59%	65%
Reserva Total / Capital Social (%)	44%	90%	20%	43%	37%	47%

Painel B - Utilização de Reserva Legal vs. Dividendo Mínimo Obrigatório

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas com informações de dividendo pago	50	56	100	134	75	83
Número de pagadores abaixo do estatuto	17	21	48	63	28	35
Reserva Legal / Capital Social (%) para pagadores abaixo do estatuto	9%	5%	5%	5%	4%	5%
Número de pagadores acima do estatuto	33	35	52	71	47	48
Reserva Legal / Capital Social (%) para pagadores acima do estatuto	7%	6%	5%	6%	6%	6%

Tabela 5 - Utilização dos diferentes tipos de reservas

Abaixo são apresentados dados referentes à formação de reservas pela empresas. A amostra compreende todas empresas listadas em bolsa, com negociação no ano e, excluindo-se empresas do setor financeiro. Número de empresas refere-se ao número de empresas com alguma negociação no ano e que utilizou algum dos tipos de reservas; % médio de (Reserva / Capital Social) refere-se à média da divisão entre o volume de reservas e o capital social, por empresa e trimestre; R\$ médio (em milhares) refere-se à média de reservas utilizadas, somente entre as empresas com reservas daquele tipo superiores a zero. Dados retirados de "Reservas de Lucros", pertencente ao Passivo das empresas, dentro da base de dados do Economática. Outras Reservas refere-se a reservas especiais de lucros de Capital, reservas para aumentos de Capital Social e reservas de Incentivos Fiscais (a partir da lei 11.638/2007)

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
1. Reserva Legal						
1.1 N° de empresas utilizando	145	176	200	205	166	178
1.2. R\$ médio (em milhares)	82,2	78,4	92,2	107,3	76,8	87,4
1.3. % médio de (Reserva / Capital Social)	7%	7%	5%	5%	6%	6%
2. Reserva de Lucros a Realizar						
2.1 N° de empresas utilizando	28	26	31	31	20	27
2.2. R\$ médio (em milhares)	117,9	98,5	75,3	61,4	67,0	84,0
2.3. % médio de (Reserva / Capital Social)	24%	28%	35%	30%	30%	29%
3. Reserva Estatutária						
3.1 N° de empresas utilizando	46	49	54	53	46	50
3.2. R\$ médio (em milhares)	315,3	353,7	563,4	569,3	332,8	426,9
3.3. % médio de (Reserva / Capital Social)	31%	25%	30%	32%	29%	29%
4. Reserva de Retenção de Lucros						
4.1 N° de empresas utilizando	52	65	81	105	84	77
4.2. R\$ médio (em milhares)	695,7	702,2	700,0	741,8	654,6	698,9
4.3. % médio de (Reserva / Capital Social)	30%	25%	24%	19%	26%	25%
5. Outras reservas						
5.1 N° de empresas utilizando	62	69	78	116	82	81
5.2. R\$ médio (em milhares)	242,4	307,8	386,0	164,0	148,5	249,8
5.3. % médio de (Reserva / Capital Social)	20%	18%	16%	12%	10%	15%

Tabela 6 - Estatísticas descritivas

Apresento abaixo estatísticas descritivas da amostra. Abaixo estão sendo computadas características de todas empresas listadas em bolsa e cujas ações tenham tido pelo menos um negócio no trimestre analisado. Empresas do setor financeiro estão excluídas da amostra em questão. Os dados coletados, apesar de trimestrais, foram anualizados tomando-se uma média aritmética por empresa. De posse dos dados anualizados, foram elaboradas as estatísticas descritivas abaixo, agora calculando-se médias entre empresas. Número de empresas refere-se ao número de empresas com alguma negociação no ano; Número de ativos é o número de ações (PN ou ON) com alguma negociação no ano; Classes de ações por empresa é a divisão do "Número de ativos" pelo "Número de empresas"; Número de empresas que paga dividendos é o número de empresas com dividend yield superior a zero no ano; % de empresas pagadoras de dividendos / Total é o resultado da divisão do número de empresas com dividend yield superior a zero pelo total de empresas com negociação no ano; Retorno sobre ativo (ROA) é o resultado da divisão entre o lucro líquido sobre o total de ativos;

	2005	2006	2007	2008	2009	Média
Número de empresas	223	249	305	313	315	281
Número de ativos (ações)	397	416	503	507	473	459
Classes de ações (PN / ON)	1,78	1,67	1,65	1,62	1,50	1,63
Número de empresas que pagam dividendos	135	140	178	211	207	174
% de empresas pagadoras de dividendos / Total	61%	56%	58%	67%	66%	62%
Retorno sobre ativo ("ROA") - todas empresas	0,4%	-0,3%	0,7%	0,7%	0,6%	0,4%
<i>Dividend yield</i>	5,0%	4,5%	2,8%	3,8%	5,1%	4,2%

Tabela 7 - Comparações no pagamento de dividendos: Brasil e EUA

A tabela abaixo mostra comparativos do pagamento de dividendos entre o Brasil e os Estados Unidos. Tanto para o Brasil quanto para os Estados Unidos, são consideradas todas empresas listadas em bolsa e, com negociação no trimestre. A amostra é formada por todas empresas listadas em bolsa, sendo expurgadas todas empresas do setor financeiro. Os dados coletados são trimestrais e, será feita uma média aritmética para se chegar aos valores abaixo: uma empresa típica, portanto, representará quatro observações na amostra. A única fonte de dados desta tabela é o Economática. O painel A mostra as diferenças de *dividend yield* e porcentagem de pagadores de dividendos entre todas empresas da amostra. O painel B utiliza uma sub-amostra: ano a ano são selecionadas as 10% maiores empresas (em ativos) da Bovespa e, então, estas são comparadas com empresas norte-americanas de mesmo tamanho: eliminam-se, assim, as empresas norte-americanas cujos ativos estejam abaixo do limiar definido anualmente para as empresas brasileiras (nota: a seleção das empresas é feita utilizando-se sempre dados do quarto trimestre de cada ano). O painel C efetua comparação de *dividend yield* e

Painel A: Comparação sobre todas as empresas da amostra

Brasil	2005	2006	2007	2008	Média
Média de dividend yield (% a.a.)	3,76	3,12	2,45	2,45	2,95
Número de observações	504	587	821	929	710
Porcentagem de pagadores de dividendos	51%	48%	45%	45%	47%
Estados Unidos	2005	2006	2007	2008	Média
Média de dividend yield (% a.a.)	0,96	1,00	1,15	1,15	1,07
Número de observações	4912	4815	4714	4548	4747
Porcentagem de pagadores de dividendos	48%	50%	50%	50%	49%

Painel B: Comparação somente sobre as maiores empresas da Bovespa e empresas norte-americanas de tamanho similar

Brasil	2005	2006	2007	2008	Média
Média de dividend yield (% a.a.)	5,96	5,42	4,39	4,39	5,04
Número de observações	88	119	137	160	126
Porcentagem de pagadores de dividendos	80%	70%	70%	70%	72%
Estados Unidos	2005	2006	2007	2008	Média
Média de dividend yield (% a.a.)	1,42	1,42	1,51	1,51	1,46
Número de observações	721	669	638	604	658
Porcentagem de pagadores de dividendos	61%	62%	63%	63%	62%

Tabela 7 - Comparações do pagamento de dividendos: Brasil e EUA**Painel C: Comparação de *dividend yield* setorial, Brasil e Estados Unidos (S&P 500):**

Setor Econômica	2005		2006		2007		2008	
	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA	Brasil	EUA
Alimentos e Bebidas	2,39	1,52	2,91	1,76	2,99	2,47	1,02	1,78
Comércio	4,92	0,84	4,96	1,22	5,29	1,48	1,50	0,90
Construção	2,60	0,62	1,35	0,50	2,25	0,66	0,78	0,77
Eletroeletrônicos	0,47	0,42	1,75	0,43	10,77	0,57	3,00	0,78
Energia Elétrica	4,81	3,42	6,41	3,14	5,45	3,20	5,08	3,06
Máquinas Industriais	4,97	0,85	6,13	0,87	7,44	0,92	2,24	0,87
Mineração	5,38	1,33	3,72	1,52	3,53	1,54	1,23	1,68
Minerais não Metálicos	10,88	1,16	5,71	0,71	4,30	0,51	3,29	0,44
Papel e Celulose	3,76	2,44	1,69	2,32	2,68	3,50	1,61	4,06
Petróleo e Gás	14,39	2,04	7,21	1,78	5,11	1,68	3,01	1,58
Química	2,88	0,82	1,56	0,88	1,01	0,95	1,48	1,26
Siderur & Metalurgia	9,99	1,11	6,75	1,67	3,45	1,18	2,55	1,08
Software e Dados	-	0,23	-	0,28	2,23	0,22	2,13	0,32
Telecomunicações	4,97	1,44	3,53	1,71	2,46	1,22	3,12	1,04
Textil	4,39	0,68	3,81	0,74	2,17	0,73	1,81	0,76
Transporte Serviços	2,55	2,53	1,77	1,25	1,73	1,67	1,25	1,77
Veículos e peças	4,87	1,49	2,81	1,48	3,22	1,43	1,96	1,14
Média	5,26	1,35	3,88	1,31	3,89	1,41	2,18	1,37

+

Tabela 8 - Estatísticas Descritivas da Amostra

Abaixo encontram-se estatísticas descritivas da amostra utilizada. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa, excluindo-se sempre o setor financeiro. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Pagadores referem-se às empresas que distribuíram algum dividendo no ano corrente. Valor de mercado (R\$ Bilhões) é o valor de mercado da empresa; Volume de negócio é o volume de negócios com todas ações da empresa; Market-to-Book é o valor de mercado da empresa dividido por seu valor contábil (total de ativos); Ativo é o Total de Ativos da Empresa no trimestre analisado (em R\$ Bilhões); Lucro Operacional (EBIT) é o resultado operacional das empresas, antes da incidência de taxas de juros e impostos; Dívida Bruta sobre Ativo é uma medida do grau de alavancagem

		2008		2009	
		Pagadores	Não Pagadores	Pagadores	Não Pagadores
Número de observações	Média	382	153	391	144
Investimento	Média	0.0800	0.0700	0.0100	0.0300
	(desvio-padrão)	(0.150)	(0.200)	(0.0900)	(0.0900)
Valor de mercado (R\$ Bilhões)	Média	1.410	1.150	1.240	0.870
	(desvio-padrão)	(1.800)	(1.890)	(1.680)	(1.080)
Volume de negócios (R\$ milhões)	Média	196.3	122.6	164.6	161.6
	(desvio-padrão)	(479.1)	(275.5)	(399.2)	(370.6)
Market-to-Book	Média	1.100	1.050	0.980	0.960
	(desvio-padrão)	(0.830)	(1.020)	(0.870)	(1.810)
Ativos (R\$ Bilhões)	Média	1.280	1.030	1.280	1.180
	(desvio-padrão)	(0.880)	(0.950)	(0.930)	(0.810)
Lucro Operacional (R\$ Bilhões)	Média	0.100	0.0500	0.0800	0.0500
	(desvio-padrão)	(0.150)	(0.0800)	(0.130)	(0.0800)
Dívida Bruta sobre Ativo	Média	22.64	17.82	25.04	20.39
	(desvio-padrão)	(17.05)	(15.76)	(18.20)	(17.96)
Dívida de curto prazo / Dívida total	Média	43.67	54.80	45.39	53.38
	(desvio-padrão)	(28.38)	(30.53)	(28.12)	(32.36)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)	Média	213.4	143.7	186.3	135.8
	(desvio-padrão)	(232.2)	(272.2)	(195.2)	(178.9)
Concentração Acionária	Média	44.95	45.08	42.20	47.95
	(desvio-padrão)	(23.45)	(23.01)	(22.74)	(22.12)
% de Empresas com ações preferenciais	Média	0.560	0.790	0.530	0.690
	(desvio-padrão)	(0.500)	(0.410)	(0.500)	(0.470)

Tabela 9 - Análise Multivariada de Investimentos, antes e depois da crise:

Apresento abaixo um comparativo de investimentos, entre empresas que pagam e não pagam dividendos, ano a ano. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa, excluindo-se sempre o setor financeiro. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Não-Dividendo é um variável binária, igual a um caso a empresa não tenha pago dividendo em nenhum dos quatro trimestres do ano; Exporta mais de 50 milhões de USD é uma variável binária, sendo igual a um caso a empresa tenha exportado mais de 50 milhões de dólares (USD) no ano de 2008; Market-to-Book é o valor de mercado da empresa dividido por seu valor contábil (total de ativos); Ativo é o Total de Ativos da Empresa no trimestre analisado (em R\$ E

	2008	2009
Não-Dividendo (dummy)	0.00291 (0.0209)	0.0284** (0.0121)
Exporta mais de 50 milhões de USD	-0.0391 (0.0383)	-0.00602 (0.0152)
Market-to-book	-0.000381 (0.0130)	-0.00825* (0.00453)
Ativo (R\$ Bilhões)	-9.55e-05 (0.0101)	-0.00466 (0.00569)
Lucro Operacional (EBIT) (R\$ Milhões)	-0.110 (0.0737)	-0.0354 (0.0459)
Dívida Bruta sobre Ativo (%)	-0.000575 (0.000456)	-0.000257 (0.000233)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)	0.000126*** (4.21e-05)	7.73e-05*** (2.34e-05)
Concentração acionária (%)	-0.000317 (0.000320)	-0.000116 (0.000211)
Ações preferenciais (dummy)	-0.0299 (0.0206)	-0.000173 (0.0102)
Constante	0.102*** (0.0377)	0.0190 (0.0164)
Observações	535	535
R-Quadrado	0.118	0.111
Controle por setor (13 setores ao todo)	SIM	SIM
Efeito fixo de período	SIM	SIM

Erro padrão entre parênteses (inclui clusters)

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 10 - Variação em investimentos, antes e depois da crise de 2008

Apresento abaixo a principal regressão: um procedimento de diferenças-em-diferenças, no qual verifico variações no montante de investimento, ano a ano, entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. O período amostral vai do 1T2008 até o 4T2009. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa, excluindo-se sempre o setor financeiro. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano de 2008, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Os valores das covariadas são fixos em cada regressão para os dados referentes ao quarto trimestre de 2008. Não-Dividendo é uma variável binária, igual a um caso a empresa não tenha pago dividendo em nenhum dos quatro trimestres do ano; Ano Posterior é uma variável binária

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Não-Dividendo (dummy) * Ano Posterior (dummy)	0.0298*	0.0286*	0.0342*	0.0270	0.00802
	(0.0169)	(0.0171)	(0.0178)	(0.0223)	(0.0222)
Não-Dividendo (dummy)	-0.0224	-0.0169	-0.0198	-0.00885	-0.00199
	(0.0162)	(0.0155)	(0.0165)	(0.0212)	(0.0209)
Ano Posterior (dummy)	-0.0599***	-0.0595***	-0.0650***	-0.122***	-0.162***
	(0.0155)	(0.0155)	(0.0159)	(0.0202)	(0.0232)
Exporta mais de 50 milhões de USD (dummy)			-0.0218	-0.0307*	-0.0395*
			(0.0190)	(0.0177)	(0.0228)
Exporta mais de 50 milhões de USD * Ano Posterior			0.0417**	0.0451**	0.0240
			(0.0194)	(0.0195)	(0.0212)
Market-to-book (%)				-0.00783	-0.0174**
				(0.00832)	(0.00841)
Ativo (R\$ Bilhões)					-0.00427
					(0.00683)
Lucro Operacional (EBIT) (R\$ Bilhões)					-0.000300
					(0.0279)
Dívida Bruta sobre Ativo (%)					-0.000700**
					(0.000289)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)					6.37e-05**
					(2.51e-05)
Concentração Acionária (%)					2.37e-05
					(0.000202)
Ações Preferenciais (dummy)					-0.0665***
					(0.0205)
Ações Preferenciais * Ano Posterior					0.0706***
					(0.0204)
Constante	0.0643***	0.0764***	0.0792***	0.148***	0.201***
	(0.0132)	(0.0168)	(0.0169)	(0.0201)	(0.0308)
Observações	1248	1248	1248	1071	1071
R-Quadrado	0.063	0.098	0.100	0.113	0.145
Controle por setor (13 setores ao todo)	NAO	SIM	SIM	SIM	SIM
Efeito Fixo de empresa	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Erro padrão entre parênteses (inclui *clusters*)

* significativa a 10%; ** significativa a 5%; *** significativa a 1%

Tabela 11 - Variação em investimentos, antes e depois da crise, somente para empresas de alto endividamento

Apresento abaixo um procedimento de diferenças-em-diferenças, no qual verifico variações no montante de investimento, ano a ano, entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. O período amostral vai do 1T2008 até o 4T2009. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa cuja dívida bruta sobre ativo seja superior a 21,9% no 4T2008 (mediana de endividamento do trimestre). Excluirei sempre o setor financeiro. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano de 2008, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Os valores das covariadas são fixos em cada regressão para os dados referentes ao quarto trimestre de 2008. Não-Dividendo é um variável binária, igual a um caso a empresa não tenha pago dividendo em nenhum dos

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Não-Dividendo (dummy) * Ano Posterior (dummy)	0.0509**	0.0512**	0.0579***	0.0602**	0.0469*
	(0.0195)	(0.0196)	(0.0211)	(0.0259)	(0.0258)
Não-Dividendo (dummy)	-0.0458***	-0.0413**	-0.0486***	-0.0572***	-0.0501**
	(0.0163)	(0.0160)	(0.0169)	(0.0203)	(0.0211)
Ano Posterior (dummy)	-0.104***	-0.105***	-0.112***	-0.126***	-0.158***
	(0.0255)	(0.0260)	(0.0266)	(0.0261)	(0.0294)
Exporta mais de 50 milhões de USD (dummy)			-0.0428	-0.0532*	-0.0377
			(0.0258)	(0.0269)	(0.0311)
Exporta mais de 50 milhões de USD * Ano Posterior			0.0385	0.0422	0.0222
			(0.0255)	(0.0259)	(0.0243)
Market-to-book (%)				-0.0116	-0.00480
				(0.00733)	(0.00927)
Ativo (R\$ Bilhões)					0.00139
					(0.00806)
Lucro Operacional (EBIT) (R\$ Bilhões)					-0.0582
					(0.0378)
Dívida Bruta sobre Ativo (%)					-0.000515
					(0.000467)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)					6.52e-05*
					(3.54e-05)
Concentração Acionária (%)					0.000297
					(0.000309)
Ações Preferenciais (dummy)					-0.0506**
					(0.0236)
Ações Preferenciais * Ano Posterior					0.0568**
					(0.0244)
Constante	0.112***	0.106***	0.111***	0.124***	0.150***
	(0.0227)	(0.0237)	(0.0244)	(0.0274)	(0.0375)
Observações	623	623	623	538	538
R-Quadrado	0.093	0.109	0.113	0.121	0.144
Controle por setor (13 setores ao todo)	NAO	SIM	SIM	SIM	SIM
Efeito Fixo de empresa	SIM	SIM	SIM	SIM	SIM

Erro padrão entre parênteses (inclui *clusters*)

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 12 - Variação em investimentos, ano a ano, de 2005 a 2009

Apresento abaixo um procedimento de diferenças-em-diferenças, no qual verifico variações no montante de investimento, ano a ano, entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa, excluindo-se sempre o setor financeiro. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Os valores das covariadas são fixos em cada regressão para os dados referentes ao quarto trimestre do ano-base (primeiro ano de cada regressão). Não-Dividendo é um variável binária, igual a um caso a empresa não tenha pago dividendo em nenhum dos quatro trimestres do primeiro ano de cada sub-amostra (o chamado "ano-base

	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
Não-Dividendo (dummy) * Ano Posterior (dummy)	-0.0212 (0.0131)	0.0145 (0.0122)	-0.00484 (0.0160)	0.00802 (0.0222)
Não-Dividendo (dummy)	0.0211* (0.0107)	-0.0106 (0.0103)	0.0117 (0.0118)	-0.00199 (0.0209)
Ano Posterior (dummy)	0.0225 (0.0296)	0.0521** (0.0223)	0.0814*** (0.0295)	-0.162*** (0.0232)
Exporta mais de 50 milhões de USD (dummy)	0.0206* (0.0122)	0.00622 (0.0131)	0.00741 (0.0205)	-0.0395* (0.0228)
Exporta mais de 50 milhões de USD * Ano Posterior	-0.0127 (0.0131)	-0.00941 (0.0102)	-0.0201 (0.0204)	0.0240 (0.0212)
Market-to-book (%)	0.0268*** (0.00716)	0.00459*** (0.000973)	0.00407 (0.00467)	-0.0174** (0.00841)
Ativo (R\$ Bilhões)	0.0104* (0.00576)	0.00284 (0.00649)	0.00427 (0.00753)	-0.00427 (0.00683)
Lucro Operacional (EBIT) (R\$ Bilhões)	-0.101*** (0.0289)	-0.0410 (0.0292)	-0.0678*** (0.0256)	-0.000300 (0.0279)
Dívida Bruta sobre Ativo (%)	3.19e-05 (0.000227)	0.000257 (0.000359)	8.23e-05 (0.000319)	-0.000700** (0.000289)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)	-1.96e-05 (1.79e-05)	-2.24e-05 (3.02e-05)	5.29e-05** (2.52e-05)	6.37e-05** (2.51e-05)
Concentração Acionária (%)	-0.000297** (0.000147)	-0.000288 (0.000180)	-0.000423** (0.000178)	2.37e-05 (0.000202)
Ações Preferenciais (dummy)	0.00389 (0.0217)	-0.0294* (0.0166)	-0.0532*** (0.0170)	-0.0665*** (0.0205)
Ações Preferenciais * Ano Posterior	-0.0229 (0.0268)	0.0105 (0.0224)	0.00500 (0.0219)	0.0706*** (0.0204)
Constante	-0.0104 (0.0257)	0.0400** (0.0200)	0.0443* (0.0241)	0.201*** (0.0308)
Observações	960	927	1215	1071
R-Quadrado	0.116	0.137	0.145	0.145
Controle por setor (13 setores ao todo)	SIM	SIM	SIM	SIM
Efeito Fixo de empresa	SIM	SIM	SIM	SIM

Erro padrão entre parênteses (inclui *clusters*)

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 13 - Variação em investimentos, ano a ano, somente para firmas com alto endividamento

Apresento abaixo um procedimento de diferenças-em-diferenças, no qual verifico variações no montante de investimento, ano a ano, entre empresas pagadoras e não pagadoras de dividendos. A amostra consiste de todas empresas listadas na Bovespa cuja dívida bruta sobre ativo seja superior a mediana de endividamento do quarto trimestre do ano inicial ("ano-base") da sub-amostra. Para tornar os grupos (controle e tratamento) mais comparáveis, expurguei da amostra todas empresas com ativos superiores a R\$ 3,41 bilhões (quartil 25% superior). Também serão objeto de exclusão empresas com prejuízo no ano, empresas sem negociação no trimestre, empresas com dívida bruta superior ao montante de ativos e, por fim, empresas com investimento (trimestral) superior a 100% ou inferior a -50%. Investimento é uma estimativa para taxa de investimento, resultado da divisão do Imobilizado do período corrente pelo Imobilizado do período anterior. Os valores das covariadas são fixos em cada regressão para os dados referentes ao quarto trimestre do ano-base (primeiro ano de cada regressão). Não-Dividendo é um variável binária, igual a um caso a empresa não tenha pago divi

	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
Não-Dividendo (dummy) * Ano Posterior (dummy)	-0.0133 (0.0172)	0.0216 (0.0145)	-0.0167 (0.0218)	0.0469* (0.0258)
Não-Dividendo (dummy)	0.00542 (0.0143)	-0.00395 (0.0172)	0.0130 (0.0150)	-0.0501** (0.0211)
Ano Posterior (dummy)	-0.0239 (0.0490)	-0.00790 (0.0349)	0.0150 (0.0356)	-0.158*** (0.0294)
Exporta mais de 50 milhões de USD (dummy)	-0.0145 (0.0229)	-0.00413 (0.0191)	0.00731 (0.0195)	-0.0377 (0.0311)
Exporta mais de 50 milhões de USD * Ano Posterior	-0.00448 (0.0187)	0.0154 (0.0131)	-0.0157 (0.0259)	0.0222 (0.0243)
Market-to-book (%)	0.0208* (0.0120)	0.0131 (0.00804)	0.0104 (0.00953)	-0.00480 (0.00927)
Ativo (R\$ Bilhões)	0.000145 (0.00729)	-0.000815 (0.00759)	0.00714 (0.0101)	0.00139 (0.00806)
Lucro Operacional (EBIT) (R\$ Bilhões)	-0.0218 (0.0437)	-0.0164 (0.0361)	-0.0697 (0.0442)	-0.0582 (0.0378)
Dívida Bruta sobre Ativo (%)	-0.000887* (0.000466)	-0.000283 (0.000542)	-0.000491 (0.000482)	-0.000515 (0.000467)
Caixa Disponível (R\$ Milhões)	-8.41e-06 (2.32e-05)	1.12e-05 (2.71e-05)	-2.50e-06 (3.01e-05)	6.52e-05* (3.54e-05)
Concentração Acionária (%)	-0.000289 (0.000306)	-0.000407* (0.000241)	-0.000639*** (0.000233)	0.000297 (0.000309)
Ações Preferenciais (dummy)	-0.0528* (0.0296)	-0.0554* (0.0289)	-0.0510* (0.0276)	-0.0506** (0.0236)
Ações Preferenciais * Ano Posterior	0.00366 (0.0428)	0.0347 (0.0422)	0.0207 (0.0330)	0.0568** (0.0244)
Constante	0.0855** (0.0422)	0.0593* (0.0339)	0.0683* (0.0384)	0.150*** (0.0375)
Observações	445	432	595	538
R-Quadrado	0.124	0.173	0.114	0.144
Controle por setor (13 setores ao todo)	SIM	SIM	SIM	SIM
Efeito Fixo de empresa	SIM	SIM	SIM	SIM

Erro padrão entre parênteses (inclui *clusters*)

* significante a 10%; ** significante a 5%; *** significante a 1%

Tabela 14 - Descrição das variáveis utilizadas

Apresento abaixo uma descrição das variáveis utilizadas. A primeira coluna fornece o nome da variável, a segunda informa qual a origem dos dados apresentados e, por fim, a terceira fornece uma breve descrição da variável.

Variável	Origem	Descrição
Ações preferenciais	Calculado	Variável binária, sendo igual a um caso a empresa possua ações preferenciais (isto é, sem direito a voto)
Ativos	Econômica	Total de ativos da empresa
Concentração acionária	Econômica	Porcentagem do capital total da empresa possuído pelo seu maior acionista (controlador)
Dívida bruta sobre ativo	Calculado	Resultado da divisão da dívida bruta pelo total de ativos da empresa. É uma medida de alavancagem.
Dívida de curto prazo sobre dívida total	Calculado	Resultado da divisão da dívida bruta de curto prazo (inferior a 12 meses) sobre a dívida bruta total (qualquer maturidade).
Dividendo total pago	Econômica	Variável do relatório de fluxo de caixa. Mostra o valor em reais (R\$) de dividendos distribuídos aos acionistas
Dividend yield	Econômica	O dividend yield é resultado da divisão do dividendo distribuído por ação no período pela cotação em bolsa da referida ação quando do início do período. Tal número mostrará sempre a taxa já anualizada, independente do período amostral.
Empresa pagadora de dividendo	Calculado	Variável binária, construída da seguinte forma: serão consideradas pagadoras de dividendos todas empresas cujo <i>dividend yield</i> seja superior a zero no período analisado.
Exporta mais de 50 milhões de USD	Calculado	Variável binária, construída a partir de dados da Secretária de Comércio Exterior (SECEX). Para a empresa ser considerada exportadora, é necessário que ela tenha exportado mais de 50 milhões de USD através do CNPJ principal ou de qualquer uma de suas controladas e coligadas no ano de 2008.

Tabela 14 - Descrição das variáveis utilizadas (continuação)

Variável	Origem	Descrição
Não-dividendo	Calculado	Variável binária, construída da seguinte forma: serão consideradas não pagadoras de dividendos todas empresas cujo <i>dividend yield</i> seja igual a zero no período analisado.
Número de ativos	Economática	Número de ativos listados em bolsa, tal qual é fornecido pela base de dados do Economática.
Número de empresas	Calculado	Número de empresas listadas em bolsa. Empresas com mais de um ativo listado em bolsa serão consideradas uma única empresa.
Q-Tobin (ou Market-to-Book)	Calculado	Resultado da divisão do valor de mercado da empresa pelo total de ativos da mesma. Trata-se de uma medida das oportunidades de investimentos.
Investimento	Calculado	Calculado a partir da divisão do imobilizado mais depreciação do período corrente pelo imobilizado do período anterior. Tal calculo foi feito sempre utilizando-se dados trimestrais. Observações com taxa de investimento inferior a -50% e superiores a +100% foram excluídas em todas análises.
Retorno sobre ativos (ROA)	Calculado	Resultado da divisão do lucro líquido pelo total de ativos da empresa. É uma medida de desempenho da empresa.
Setor Economática	Economática	É o setor de atuação da empresa. No caso brasileiro, existem 19 possíveis setores na amostra coletada.
Valor de mercado	Economática	É o valor total da empresa no mercado. Isso inclui os valor de todos ativos listados em bolsa, conjuntamente.
Volume de negócios	Economática	É o registro do volume em R\$ transacionados com todas ações da empresa.