

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA
NÍVEL MESTRADO

MAICON BAZZAN SCHWERZ

DIVIDENDOS COMO MECANISMO DE SINALIZAÇÃO

São Leopoldo (RS)

2014

Maicon Bazzan Schwerz

DIVIDENDOS COMO MECANISMO DE SINALIZAÇÃO

**Dissertação apresentada como requisito parcial para a
obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da
Universidade do Vale do Rio dos Sinos.
Orientador: Francisco Antônio Mesquita Zanini**

São Leopoldo (RS)

2014

S412d Schwerz, Maicon Bazzan.

Dividendos como mecanismo de sinalização, São Leopoldo - RS /
por Maicon Bazzan Schwerz. – 2014.

132 f. ; 30 cm.

**Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos
Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São
Leopoldo, RS, 2014.**

“Orientação: Prof. Francisco Antônio Mesquita Zanini”.

1. Administração financeira. 2. Política de proventos - Dividendos.
I. Título.

Catálogo na Publicação:
Bibliotecário Thiago Lopes da Silva Wyse - CRB 10/2065

Maicon Bazzan Schwerz

DIVIDENDOS COMO MECANISMO DE SINALIZAÇÃO

Dissertação apresentada ao Programa de Pós – Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovado em vinte e cinco de Abril de 2014.

BANCA EXAMINADORA

Profª. Dra Kelmara Mendes Vieira - Universidade Federal de Santa Maria

Profº Dr. João Zani – Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Profº Dr. Roberto Frota Decourt - Universidade do Vale do Rio dos Sinos

São Leopoldo (Rs)

2014

Dedico ao
meu querido pai Eloir
e ao meu tio Edir, por
oportunizar este sonho.

AGRADECIMENTOS

Agradeço os servidores da UNISINOS por todo apoio nestes dois anos. Desde a realização da seleção já fui surpreendido positivamente pelo fantástico recebimento que tive e o alto padrão se manteve nestes dois anos. Agradeço aos professores que tive, e a oportunidade de ter disciplinas maravilhosas e apoio extra-aula que precisei. Também agradeço a todos os meus colegas de mestrado, que contribuírem com a qualidade das aulas e proporcionaram um ótimo ambiente.

Agradeço a todos os amigos que fiz durante a realização da pesquisa, eles foram importantes na criação de um bom ambiente para a pesquisa. Agradeço aos professores Roberto Frota Décourt e João Zani pela importante participação que tiveram nesta dissertação ao participarem da minha banca de projeto e contribuírem efetivamente com minha pesquisa.

Também agradeço ao meu pai Eloir Paulo, e ao meu tio Edir, pelo apoio financeiro. Agradeço a toda à família Bertei pela hospitalidade em São Leopoldo-Rs, fizeram que eu me sentisse em casa, e me deram um suporte estupendo. Agradeço a minha mãe Aldaci e ao meu irmão Tobias, por terem sido peças fundamentais nos horários de trabalhos, quando tive que me deslocar a São Leopoldo, e quando tive que estudar.

Agradeço a minha irmã Fernanda e a minha tia Bá que sempre torceram e estiveram prontos para ajudar no que fosse preciso, as meus avós Ovidio e França que não se cansavam de pedir e orar para Deus me cuidar nestas viagens a São Leopoldo, as quais foram muitas, e a Elsa pelo companheirismo das viagens, sempre achando que eu estava cansado e não poderia continuar a viagem.

Agradeço o Professor Francisco Zanini, que tornou isso possível ao me aceitar como seu orientando e por tudo que me ensinou nestes 2 anos. Tinha enorme expectativa de aprender sobre finanças e hoje, ao final do mestrado, vejo que aprendi muito com professor Zanini, e não tenho dúvida em afirmar que finanças foi apenas uma pequena parcela do meu aprendizado. Os principais ensinamentos do professor Zanini foram além de finanças, foram aprendizados para a vida.

RESUMO

Este estudo testou a hipótese da teoria da sinalização de que dividendos (neste estudo foram considerados também os proventos de Juros sobre Capital Próprio) transmitem informação, utilizando duas abordagens. A população objeto da análise foi composta pelas empresas que estiveram presentes na carteira teórica do Ibovespa referente aos meses de Setembro a Dezembro de 2013, perfazendo um total de 73 ações de 67 empresas. Foi observado o comportamento das empresas no período de 01/01/2005 à 31/12/2012. Na primeira abordagem foram testadas se as variações na distribuição de resultados (pagamentos de proventos) sinalizam efetivas mudanças no comportamento dos resultados dos anos seguintes a essa alteração. Para testar a hipótese que as empresas utilizam-se da sua distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros, foram utilizados o teste de independência, utilizando a curva qui-quadrado. Os resultados encontrados indicam que as empresas utilizam da sua distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros, num nível de significância de 15%, corroborando a hipótese que dividendos transmitem informação. Na segunda abordagem foram realizados testes para verificar como os investidores interpretam as variações de pagamentos de proventos realizadas pelas empresas. Foram testados como o mercado se comporta antes e após as empresas alterarem sua política de distribuição de resultados. Foram definidas, além da data do anúncio de proventos, duas janelas de evento, a primeira compreende as data -1 e 0 e 1 (3 pregões) e a segunda janela de 11 pregões incluindo a data de divulgação de distribuição de proventos, para buscar vazamento de informações e para verificar a possibilidade de arbitragem na janela de estudo. Os resultados encontrados indicaram que existe relação entre a política de distribuição de lucros e o retorno das ações.

PALAVRAS CHAVE – hipótese da sinalização, dividendos e política de proventos.

ABSTRACT

This study tested the hypothesis that dividends (in this study were also considered the proceeds of Interest on Equity) transmit information using two approaches. The object of the analysis population consisted of the companies that were present at the Ibovespa index for the months of September to December 2013, a total of 73 shares of 67 companies. The behavior of firms in the period from 01/01/2005 to 31/12/2012 was observed. In the first approach were tested whether variations in the distribution of results (payment of dividends) actual changes in behavior indicate the results of the years following this change. To test the hypothesis that companies use up its distribution of dividends to signal future results, the test of independence were used, using the chi-square curve. The results indicate that companies use its distribution of dividends to signal future results, a significance level of 15 %, thus supporting the hypothesis that dividends convey information. In the second approach tests to see how investors interpret the variations in payments of dividends made by the companies were conducted. We tested how the market behaves before and after companies to change their policy of profit distribution. The announcement dividends date, and two other windows were defined, the first includes the date -1 and 0 and 1 (3 sessions) and the second window of 11 trading days including the date of disclosure of benefit distribution, to seek information leaks and to verify the possibility of arbitration the study window. The results indicated that there is a relationship between the policy of distribution of profits and stock returns.

KEYWORDS - signaling hypothesis, dividend and income policy.

Sumário

1 INTRODUÇÃO	16
1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA	19
1.2 OBJETIVOS	21
1.2.1 Objetivo Geral	21
1.2.2 Objetivos Específicos	22
1.3 JUSTIFICATIVA	22
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	23
2 REVISÃO DA LITERATURA	25
2.1 PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS	25
2.1.1 Tipos Distintos de Dividendos	26
2.1.2 Dividendo Obrigatório.....	30
2.1.3 Juros Sobre Capital Próprio – JSCP	32
2.2 A TEORIA SOBRE DIVIDENDOS	33
2.2.1 Dividendos são Irrelevantes	33
2.2.2 Dividendos são Relevantes	35
2.3 AS TEORIAS SOBRE DIVIDENDOS E ALGUMAS EXPLICAÇÕES PLAUSÍVEIS SOBRE O COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES	38
2.3.1 A Explicação do ‘Efeito Clientela’	39
2.3.1.1 Estudos Empíricos Relacionados ao Efeito Clientela.....	41
2.3.2 A Explicação do ‘Pássaro na Mão’	43
2.3.2.1 Estudos Empíricos Relacionados à Teoria do Pássaro na Mão	45
2.3.3 A Explicação dos Dividendos como sendo Residuais.....	46
2.3.3.1 Política de Dividendos e o Ciclo de Vida das Empresas.....	47

2.3.3.2 Os Dividendos como Resíduos e Resultados Empíricos sobre o Tema .	49
2.3.4 Teoria de Agência.....	50
2.3.4.1 Estudos Empíricos Relacionados a Teoria de Agência	53
2.4 A HIPÓTESE DA SINALIZAÇÃO.....	54
2.4.1 Seleção Adversa	54
2.4.2 Assimetria da Informação.....	55
2.4.3 Eficiência do Mercado.....	58
2.4.4 Estudos Empíricos Relacionados a Hipótese da Sinalização	59
2.4.4.1 Estudos que Confirmam Hipótese da Sinalização no Brasil	68
2.4.4.2 Quadro Síntese.....	74
2.4.4.3 Estudos que não Confirmam Hipótese da Sinalização no Brasil	75
2.4.4.4 Quadro Síntese.....	80
3 METODOLOGIA.....	82
3.1 Classificação da Pesquisa	82
3.2 População, Amostra e Coleta de Dados.....	83
3.3 Critérios para Permanência da Amostra	86
3.4 Testes Estatísticos.....	89
3.4.1 Teste de Independência	89
3.4.1.1 Descrição das Hipóteses: Alterações na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido	91
3.4.2 Estudo de Eventos	93
3.4.2.1 Definição do Evento	93
3.4.2.2 Cálculo dos Retornos Anormais	95
3.4.2.3 Cálculo dos Retornos Anormais Médios	96
3.4.2.4 Teste de ANOVA	97
4. RESULTADOS	101
4.1 Alteração na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido	101
4.2 Alterações na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido.....	104
4.3 Retornos anormais médios - na data do anúncio	105

4.3.1 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Aumento no percentual de distribuição de proventos	105
4.3.2 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Redução no percentual de distribuição de proventos	106
4.3.3 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro.....	106
4.3.4 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo	106
4.4 Retornos anormais médios – 1ª Janela	107
4.4.1 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Aumento no percentual de distribuição de proventos.....	108
4.4.2 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Redução no percentual de distribuição de proventos.....	108
4.4.3 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro.....	108
4.4.4 Retornos anormais médios, para uma janela de -1 e +1 pregões, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo.....	108
4.5 Retornos anormais médios – 2ª Janela	109
4.5.1 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Aumento no percentual de distribuição de proventos.....	110
4.5.2 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Redução no percentual de distribuição de proventos.....	110
4.5.3 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro.....	110
4.5.4 Retornos anormais médios, para uma janela de -5 e +5 pregões, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo.....	111
4.6 Retornos anormais médios, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo	113
4.7 Teste do tipo ANOVA.....	114
4.7.1 ANOVA – Data do anúncio	115

4.7.2 ANOVA – 1ª Janela.....	116
4.7.3 ANOVA – 2ª Janela.....	117
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	118
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	121

Listas de Tabelas

Tabela 1: Ações participantes da amostra utilizada para a pesquisa	83
Tabela 2: Ações participantes da amostra utilizada para a pesquisa, classificadas por setor	85
Tabela 3: Empresas participantes da amostra final utilizada para a pesquisa	87
Tabela 4: Teste de ANOVA	99
Tabela 5: Resumos dos resultados médios, na data do anúncio	106
Tabela 6: Resumos dos resultados médios, para uma janela de -1 e +1 pregões	108
Tabela 7: Resumos dos resultados médios, para uma janela de -5 e +5 pregões	111
Tabela 8: Resumos dos resultados médios	113

Lista de Figuras

Figura 1: Análise de ciclo de vida da política de dividendos.....	48
Figura 2: p-valor, alteração na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido	103
Figura 3: Dividendos e Lucros em empresas da amostra do estudo.....	104
Figura 4: Retornos Anormais nas datas de anúncio	105
Figura 5: Retornos Anormais, 1ª Janela	107
Figura 6: Retornos Anormais, 2ª Janela	110
Figura 7: ANOVA – Data do anúncio	115
Figura 8: ANOVA, 1ª Janela	116
Figura 9: ANOVA 2ª Janela	117

Listas de Quadros

Quadro 1: Estudos que Comprovam a Hipótese que Dividendos Transmitem Informação	75
Quadro 2: Estudos que não Comprovam a Hipótese que Dividendos Transmitem Informação.....	81
Quadro 3: Valor observado, distribuição de proventos/ lucro líquido	92
Quadro 4: Fórmula específica para encontrar o valor esperado	101
Quadro 5: Valor esperado, distribuição de proventos/ lucro líquido.....	102
Quadro 6: Estatística qui-quadrado distribuição de proventos/ lucro líquido	103

1 INTRODUÇÃO

O objetivo principal na gestão dos negócios em principal em finanças corporativas é maximizar o valor da empresa (Damodaram, 2004). Decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos devem ser dirigidas para esse objetivo. Os acionistas contratam os administradores para gerir a empresa, os administradores tomam decisões sobre quais investimentos fazer, como financiá-los e quanto devolver aos acionistas.

No caso das empresas de capital aberto, para mensurar a riqueza dos acionistas, considera-se o preço das ações uma medida observável e real, portanto o objetivo de maximização da riqueza dos acionistas pode ser restringido mais ainda para a maximização dos preços das ações. A melhor medida que pode haver do desempenho de uma empresa é o seu valor de mercado, já que todos os participantes do mercado estão, em conjunto, entrando em acordo sobre seu desempenho e precificam o valor das ações.

Ainda que o preço das ações seja a forma mais clara para medir a riqueza dos acionistas pode ser que mercados cometam erros em suas avaliações, e precifiquem o valor das ações incorretamente. Preços de mercado são baseados em informações, tanto públicas quanto privadas. As empresas algumas vezes podem sonegar ou postergar informações, especialmente quando elas contêm notícias ruins.

Os acionistas, que investem numa firma e correm o risco do negócio, esperam que em um determinado momento, uma riqueza ainda maior que aquela que foi disponibilizada para o empreendimento volte para as suas mãos. Ou seja, esperam de seus investimentos retornos positivos.

Os dividendos são uma forma de transferir recursos da empresa para os acionistas, e podem ser parcela importante do retorno sobre o investimento. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011) as empresas encarram a decisão de pagamentos de dividendos como uma decisão muito importante, pois determina os volumes de fundos pagos aos investidores e de fundos retidos para reinvestimento. A política de dividendos também pode transmitir informação ao acionista e ao mercado em geral a respeito do

desempenho da empresa. Isto é conhecido como o conteúdo informacional dos dividendos, e dá origem à chamada ‘hipótese de sinalização’.

De acordo com esta hipótese, os dividendos fornecem informações sobre o desempenho atual e futuro da empresa, afetando os preços das ações em mercado. Se os dividendos aumentam, os investidores consideram que os lucros futuros vão aumentar e, assim, os preços das ações sobem. Quando ocorre o contrário, os investidores consideram que as perspectivas da empresa são piores do que previam, e os preços são ajustados para baixo de modo a refletir essa expectativa negativa.

A situação ideal para as empresas seria praticar um nível ótimo de distribuição de lucros, que maximizasse a satisfação dos acionistas, porém com uma retenção de lucros suficientes para bem conduzir novos investimentos. Nesta situação os acionistas também teriam bons retornos no futuro, através de ganhos de capital, e novas distribuições otimizadas dos recursos que sobrariam. Porém, infelizmente o nível ótimo de distribuição de lucros não pode ser determinado quantitativamente, pode-se apenas indicar qualitativamente os fatores que conduzem à políticas de dividendos baixos ou elevados.

Logo a definição da política de dividendos é uma importante decisão que deve ser analisada por administradores e acionistas. No Brasil, de acordo com a legislação vigente (Lei 6.404/76, chamada lei das S.A.) essa decisão é de Assembléia Geral Ordinária (AGO) ou de Assembléia Geral Extraordinária (AGE) de acionistas.

Um importante aspecto a ser analisado é o imposto nas distribuições de lucro, pois afetam diretamente a riqueza dos acionistas. No Brasil, desde 1989 os acionistas estão isentos de imposto de renda em relação aos dividendos recebidos. A alíquota incidente sobre o ganho de capital variou nos últimos anos, e desde 2004 é de 15%. A partir de 1996 passou a existir também a figura dos Juros Sobre o Capital Próprio - JSCP, outra forma de distribuição de recursos aos acionistas. Esta inovação da legislação brasileira proporciona benefício fiscal à empresa, ao passo que os acionistas pessoas físicas são tributados em 15% sobre o valor da distribuição. As pessoas jurídicas beneficiárias têm distintos tratamentos, de acordo como o seu enquadramento fiscal.

A atitude dos administradores financeiros com relação à políticas de dividendos é observada pelo mercado financeiro, ansioso em captar as informações que o pagamento sinalizará para o mercado e para os acionistas. Logo, a distribuição de lucros envolve uma série de atitudes, e que estão constantemente sendo monitoradas pelos investidores.

Diversos estudos procuram explicar o porquê do pagamento dos dividendos por parte das empresas. Uma das correntes mais fortes para explicar porque dividendos existem é a hipótese da sinalização, antes mencionada. Segundo a hipótese do conteúdo informacional, os dividendos revelam para o mercado, indiretamente, informações internas da empresa, a respeito de suas oportunidades de investimentos e geração de futuros fluxos de caixa. Sendo assim, é possível que as empresas sejam corretamente avaliadas, e o valor das ações reflita corretamente o valor real da empresa.

Bhattacharya (1979), John e Williams (1985), desenvolveram modelos teóricos que sustentam a hipótese do conteúdo informacional ou sinalização que os dividendos transmitem, os autores fundamentam seus pressupostos no fato que os dividendos são tributados. Por outro lado Amihud e Murgia (1997), demonstraram o contrário. No seu estudo, em países onde a tributação sobre os dividendos não segue as mesmas alíquotas dos Estados Unidos, e os dividendos são tributados com alíquotas mais altas que os ganhos de capital, os achados contrariam a hipótese de sinalização.

O Brasil apresenta um cenário propício para realizar o teste, se dividendos transmitem informação ao mercado, pois, os dividendos são isentos de impostos, enquanto os ganhos de capital são tributados. Estudos já realizados no Brasil divergem em suas conclusões, Novis Neto e Saito (2003); Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004); Nossa, Nossa e Teixeira (2007); encontraram evidências que confirmam a hipótese de sinalização no Brasil. Figueiredo (2002); Bueno (2002); Freire e Lima (2005); Castro e Freire (2005); Freire *et al* (2005); Décourt, Procyanoy e Pietro Neto (2007); Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) em seus achados não confirmam a hipótese da sinalização no Brasil.

O presente estudo busca contribuir para o avanço do conhecimento sobre a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos, pois as conclusões dos trabalhos realizados no Brasil, não chegam a um consenso, não há evidências de forma clara, como ocorre no mercado do EUA, se as distribuições de lucros transmitem um sinal ao mercado.

Para atingir o fim a que se propõe, ainda neste capítulo é apresentado o problema de pesquisa, os objetivos e a justificativa. No segundo capítulo é apresentada a revisão da bibliografia conhecida até o momento. No terceiro capítulo apresenta-se o método empregado no trabalho. No quarto capítulo são apresentados os resultados do presente trabalho. Já o sexto capítulo apresenta as considerações finais do trabalho. Finalmente, o sétimo capítulo traz as referências bibliográficas consultadas para fundamentar a pesquisa.

1.1 DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

Miller e Modigliani (1961), em artigo clássico, argumentaram que a política de dividendos não têm efeitos, seja sobre o preço das ações de uma empresa, seja sobre o seu custo de capital. Os autores defendem que a política de dividendos é irrelevante, pois explicam que o valor da empresa depende apenas do fluxo de caixa produzido por seus ativos, não de como esse lucro é distribuído entre dividendos e ganhos de capital.

Porém, mesmo argumentando que a forma de como o lucro é distribuído não afetaria o valor das ações de uma empresa, Miller e Modigliani (1961), assinalaram os fatos bem estabelecidos de que empresas sempre relutam em reduzir os dividendos e, também, que os gestores não aumentam os dividendos, a menos que antecipem a previsão de lucros mais altos ou, pelo menos, estáveis, no futuro. Lintner (1956) explica que os administradores evitam fazer alterações de pagamentos de dividendos que depois precisariam ser alteradas, sendo o nível de dividendos mais estáveis que o nível de lucros.

Assim, de acordo com Miller e Modigliani (1961), um aumento de dividendos maior que o esperado é considerado pelos investidores como um “sinal” de que os administradores preveem lucros futuros maiores para a empresa, enquanto uma redução

nos dividendos sinaliza para o mercado uma projeção de piores resultados. Eles também afirmam que as mudanças no preço das ações simplesmente indicam que uma informação importante é contida nos comunicados de dividendos.

Os acionistas não gostam que as ações da empresa nas quais investem reduzam seu preço no mercado financeiro, com uma redução de preço das ações, a empresa perde valor, situação que é contrária ao seu objetivo. Para se entender como um aumento nos dividendos pode reduzir o valor de uma empresa, basta observar o que ocorre quando os dividendos são tributados a uma alíquota superior em relação aos ganhos de capital. Neste caso o dividendo pago representará para o acionista um valor final igual ao dividendo menos a tributação. Devido aos menores impostos, este valor seria maior no caso de ganhos de capital.

A questão central analisada neste contexto é que, na prática de mercado, muitas vezes políticas de dividendos elevados são acompanhadas de elevação no preço das ações, reduções de dividendos, ao contrário, provocam queda na cotação das ações. Ou seja, aumentar dividendos pode ser um sinal positivo para os mercados financeiros. Mas até que ponto essa teoria que dividendos transmitem informação é relevante? As recomendações sugerem que as empresas com muitos projetos de VPL positivo, relativamente ao fluxo de caixa disponível devem ter índices de distribuição de lucros reduzidos, e as empresas com poucos projetos de VPL positivos, relativamente ao fluxo de caixa disponível, devem ter índices de distribuição altos.

Trabalhos realizados no mercado norte americano, evidenciam que o anúncio de mudanças na política de dividendos é relevante, e que o aumento no volume de dividendos aumenta os preços das ações (Petit 1972; Nissim e Ziv 2001), o fato de dividendos serem tributados com alíquotas superiores a ganhos de capital nos EUA justifica a validade dos resultados a luz da teoria da sinalização, sendo que o custo de tributação superior tornaria os dividendos um sinal de difícil cópia.

Em países onde os dividendos são tributados com alíquotas inferiores aos ganhos de capital, caso do Brasil, apresentaram resultados semelhantes, contrariando a teoria de Amihud e Murgia (1997). Logo são apropriados novos estudos, buscando levantar os aspectos dos porquês de os dividendos transmitirem informação ao mercado.

Para realização deste estudo, além dos dividendos, serão considerados distribuições de lucro, também os Juros sobre Capital Próprio, já que são admitidos pela legislação brasileira e amplamente utilizados pelas empresas. Enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se à definição entre dividendo e ganho de capital, no Brasil devem-se incluir na avaliação os JSCP, o que torna a análise mais complexa.

Outra questão a ser analisada, e que é importante neste campo de estudo, dadas as particularidades do caso brasileiro, a existência de dividendo mínimo e obrigatório na nossa legislação. Assim, conhecer as características essenciais da legislação brasileira, são exigência para o presente trabalho.

Levando-se em conta o contexto até aqui apresentado, pode-se definir a questão central desta pesquisa sintetizada na seguinte pergunta-problema:

Alterações nas políticas de pagamentos de proventos sinalizam variações no lucro das organizações?

1.2 OBJETIVOS

Os objetivos a serem alcançados com a realização deste estudo, têm como base a problematização do tema apresentado. Os objetivos definem o tipo de pesquisa realizado, delimita a área de investigação. Os objetivos são divididos em objetivo geral e objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desta pesquisa é verificar se alterações nas políticas de pagamentos de proventos sinalizam variações no lucro das organizações.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para operacionalizar o objetivo principal, os seguintes objetivos específicos foram definidos:

- Descrever como efetivamente se comporta o lucro futuro das empresas que alteram sua distribuição de dividendos. Isto permitirá testar se as empresas se utilizam da distribuição de proventos para sinalizar variações no lucro para o mercado;

- Verificar a ocorrência de retornos anormais na data de anúncio de pagamentos de dividendos e ou juros sobre capital próprio;

- Verificar a ocorrência de retornos anormais numa janela de -1 e +1 pregões centrada no anúncio de pagamentos de dividendos e ou juros sobre capital próprio;

- Verificar a ocorrência de retornos anormais numa janela de -5 e +5 pregões centrada no anúncio de pagamentos de dividendos e ou juros sobre capital próprio. Estes três outros testes permitem verificar como os investidores reagem a mudança na distribuição de proventos, ou seja, se eles reconhecem eventuais sinalizações por parte das empresas.

1.3 JUSTIFICATIVA

A decisão de como e quanto de lucro distribuir aos acionistas e a influência dessa decisão no valor da firma, têm motivado várias pesquisas, embora seus resultados impeçam um consenso, especialmente no Brasil.

Heineberg e Procianoy (2003) encontraram valores médios de dividendos distribuídos superiores ao mínimo exigido pela legislação, os autores também identificaram que uma das variáveis mais importantes na determinação de distribuição de lucros, são os proventos pagos no ano anterior. Este resultado é corroborado por estudos mais recentes, como o de Wickboldt (2011), que demonstra que a média de

distribuição de dividendos, em larga amostra do mercado brasileiro, foi superior a 60% do lucro, abrangendo um período entre 1995 e 2009.

Roos, Westerfield e Jaffe (2011) classificam como fascinante o estudo do conteúdo informacional dos dividendos, por representar um exercício mental. Verificou-se que alguns estudos corroboram com a hipótese da sinalização e outros não, o que demonstra, que se pode encontrar novas considerações. Também verificou-se que este assunto é predominantemente explorado no cenário internacional e pouco explorado nacionalmente, fato que demanda o desenvolvimento de trabalhos científicos sobre este assunto, o que justifica a realização desta pesquisa.

Outra justificativa para realização deste estudo é que o Brasil possui características particulares, principalmente na forma de como os acionistas são tributados, sobre os rendimentos de seus investimentos. Ao contrário da maioria dos outros países, no Brasil dividendos são isentos de impostos, enquanto os ganhos de capital são tributados. Logo torna-se necessário a verificação dos aspectos teóricos existentes neste novo contexto, pois a ausência de impostos sobre os dividendos não é situação comum entre os países geralmente alvo de estudos semelhantes.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

Como todo estudo científico, este apresenta limites, que também podem ser vistos como oportunidades para não desistir de explorar as lacunas do conhecimento e testar as capacidades dos mais avançados métodos quantitativos de modelar a realidade.

O presente trabalho está limitado ao horizonte temporal 2005/2012. Este período é menor do que oportunizam outros mercados de capitais ao redor do mundo, especialmente nos países mais desenvolvidos.

Outra limitação do estudo é quando do anúncio de distribuição de proventos, na maioria das observações, os anúncios foram feitos junto com o resultado do exercício, ou seja, a janela que ocorre o anúncio da porcentagem de distribuição de resultados, também ocorre o anúncio de resultados, interferindo no retorno, devido às empresas

brasileiras ter por regra distribuir seus proventos em forma de porcentagem e não em um nível, como por exemplo, ocorre no mercado acionário americano.

O trabalho delimitar-se-á à análise do comportamento das empresas brasileiras listadas na BMF&BOVESPA, após o mercado interpretar o anúncio de pagamentos (ou não) de proventos (dividendos e ou juros sobre capital próprio) no período de 01/01/2005 a 31/12/2012.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo apresenta-se a revisão da literatura, contendo tanto a teoria prévia existente sobre o assunto, quanto estudos empíricos já realizados, e que fundamentam este trabalho, embasando a busca de soluções para o problema apresentado.

2.1 PAGAMENTOS DE DIVIDENDOS

Os dividendos de empresas de capital aberto são quase sempre propostos pelo conselho de administração, que envia tal proposta à Assembléia Geral de Acionistas. Damodaran (2004), explica que são estabelecidas varias datas chaves entre o momento em que o conselho declara o dividendo até este ser realmente pago.

- A primeira data chave a ser observada é a **data do anúncio de dividendos**, a data em que a empresa declara o dividendo em moeda que será pago para aquele período. Essa data é muito importante, porque ao anunciar sua intenção de aumentar o dividendo, a empresa transmite informação ao mercado financeiro. Desse modo, se a empresa altera seus dividendos, essa é a data a partir da qual a reação do mercado em relação à modificação é mais provável de ocorrer.
- A data seguinte a ser observada é a **data ex-dividendos**. Os investidores que compraram a ação até o dia prévio ainda recebem os dividendos. Visto que os dividendos não são recebidos pelos investidores que compram ações a partir da data ex-dividendos, o preço das ações geralmente cai naquele dia refletindo essa perda.
- No fechamento dos negócios, alguns dias após a data ex-dividendos, a empresa fecha seus livros de transferência de ações e elabora uma lista dos acionistas titulares das ações até o dia anterior à data ex-dividendos (data dos portadores de registro). Esses acionistas receberão os dividendos. Geralmente, não há efeito sobre os preços nessa data.

- O último passo é o pagamento dos dividendos na **data de pagamento dos dividendos**. Embora para os acionistas, possa ser um dia relevante, não deve haver impacto sobre os preços das ações da empresa.

Conforme Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007) o preço de mercado da ação após o pagamento de dividendos (preço *ex-dividendos*) costuma se apresentar menor que o preço vigente antes, em razão do exercício desse direito. Nesse caso, diz-se que a ação é negociada “vazia”, quando pagou os dividendos, ou “cheia”, antes da distribuição dos lucros. Na prática, a redução do valor da ação *ex-dividendos* tende a se aproximar do valor dos dividendos pagos, o que um investidor não recebeu ao adquirir uma ação *ex-dividendos*, pode ser compensado pelo seu preço de negociação inferior.

2.1.1 Tipos Distintos de Dividendos

Conforme Roos, Westerfield e Jaffe (2011), o termo dividendo geralmente se refere a uma distribuição de lucros em dinheiro. Entretanto, é aceitável dizer que uma distribuição de lucros é um dividendo e uma distribuição de capital é um dividendo de liquidação. O tipo mais comum de dividendo ocorre sob a forma de pagamento em dinheiro. As companhias abertas normalmente pagam dividendos regulares em dinheiro. Às vezes, as empresas podem pagar um dividendo regular e um dividendo extraordinário.

Os dividendos são, na maioria, pagos em dinheiro. Conforme Procionoy (2006) é a forma mais comum, conhecida e clara de distribuir lucros, mas não a única. Além do dividendo em dinheiro, as empresas podem dar bonificações ou desdobrar suas ações, estes tipos de dividendos são pagos com ações e não se tratam de um dividendo real, pois não há saída de caixa da empresa. No entanto bonificações e desdobramentos são muito semelhantes.

Segundo Assaf Neto e Lima (2010), o desdobramento não deve ser confundido com as bonificações em ações, apesar das duas práticas não alterarem o patrimônio líquido total da empresa, a bonificação é um fruto de aumento de capital por incorporação de reservas e o desdobramento é uma forma de reduzir o preço de mercado das ações mediante alterações em seu valor de nominal e na quantidade física emitida.

O principal objetivo de uma empresa realizar um desdobramento é para melhorar os índices de liquidez de uma ação, para torná-la acessível a uma faixa maior de investidores. A bonificação e o desdobramento são recursos usados muitas vezes baseando-se num comportamento irracional do mercado, que às vezes, acredita que, tendo mais papel em mãos, tem mais riqueza. Sua utilização se dá para aumento de liquidez, além da do benefício fiscal. Dividendos em ações aumentam o número de ações no mercado e geralmente reduzem o preço por ação (DAMODARAN, 2004).

Outra manobra financeira encontrada é o agrupamento, o qual age no sentido inverso ao desdobramento, o agrupamento de ações promove a redução da quantidade de ações de uma empresa. Bonificações, desdobramentos e agrupamentos, nada mudam de substancial nas empresas. Para Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007), um dividendo em ação não torna o acionista mais rico, a decisão simplesmente torna o investidor possuidor de uma quantidade maior de papéis.

Sanvicente (1997) considera a bonificação como um dividendo em ação, pois novas ações são distribuídas aos acionistas que podem vendê-las e realizar ganhos de capital.

Já Procianoy (2006) não considera bonificações como uma alternativa de política de dividendos, por não distribuir lucros aos acionistas. Logo, não transfere recursos da empresa para o acionista.

Décourt (2009) explica que a bonificação é a distribuição de novas ações aos acionistas. No entanto, este processo não afeta o caixa nem o endividamento da empresa, apenas modifica o balanço da empresa, pois transfere recursos da conta lucro acumulados para o capital social da empresa.

O autor afirma ainda que o desdobramento definitivamente não é uma alternativa para a política de dividendos. O desdobramento é somente a divisão de uma ação em novas ações e não deveria alterar o valor da empresa, o preço de cada ação deverá cair proporcionalmente ao aumento da quantidade de ações. Sendo que um argumento para as empresas realizarem bonificações seria dar maior liquidez ao papel, já que aumenta a

quantidade de ações no mercado. Vieira e Becker (2007) concluíram que os gestores levam em consideração principalmente a volatilidade e o preço para a determinação do desdobramento. Procianoy e Vieira (2003) não encontraram indícios de aumento na liquidez das ações de empresas que realizaram desdobramento de suas ações entre 1987 e 1997.

Ao invés de pagar dividendos em dinheiro, uma empresa pode livrar-se de excedente de caixa readquirindo ações de sua própria emissão. Segundo Procianoy (2006), através das recompras das ações, as empresas estão distribuindo uma parte do excedente de caixa e de seu lucro. Isso não é considerado, para efeito da legislação brasileira, dentro da obrigação mínima de pagamento de dividendos, mas é uma possibilidade que a empresa tem de distribuir seus resultados. Décourt (2009) explica que ao recomprar as próprias ações, a empresa transfere recursos de seu caixa para os acionistas que venderam ações, os acionistas que não quiserem aumentar sua participação percentual no capital da empresa deverão vender parte de suas ações, recebendo assim sua parcela do lucro da empresa sem diminuir sua participação.

No Brasil, não há vantagem tributária para as recompras de ações, uma vez que os dividendos são isentos de impostos, e os ganhos de capital são tributados, a uma alíquota de 15%.

Procianoy e Moreira (2004) analisaram a reação do mercado entre maio de 1997 e outubro de 1998, e identificaram um retorno acumulado positivo relevante ao analisar uma amostra com somente os primeiros anúncios de recompra de cada empresa e questionaram a racionalidade dos investidores brasileiros.

Além da desvantagem fiscal, causada pela recompra de ações no Brasil, Saito (2001) explica que a recompra de ações pode ser um mecanismo de expropriação dos minoritários.

A despeito dos argumentos de Procianoy e Moreira (2004) e de Saito (2001), cabe registrar que a recompra de ações pode ser considerada uma sinalização importante, uma vez que é uma decisão tomada pela gestão da empresa, em princípio quem tem as melhores informações sobre a mesma. Assim, a recompra pode indicar que

o mercado está avaliando incorretamente e abaixo do seu real valor a Cia., dessa forma, o melhor retorno ao acionista pode ser mesmo permanecer com os títulos, já que é racional esperar que, no médio prazo ao menos, o mercado volte a avaliar corretamente a empresa.

Também vale lembrar que, às vezes, esta decisão é tomada num contexto de alta volatilidade. No Brasil, durante a crise dos mercados em 2008, diversas empresas tomaram a decisão de recompra quando a Bolsa caiu de um patamar acima de 70.000 pontos para, em alguns momentos, ficar abaixo dos 30.000.

Voltando à questão da recompra no contexto de diferenças tributárias, em outros países, onde os dividendos são tributados com alíquotas mais altas que os ganhos de capital, recomprar ações se torna uma alternativa viável e interessante, devido exatamente à tributação. Neste caso, distribuindo o lucro da empresa recomprando as ações, os gestores estarão maximizando a riqueza dos acionistas, uma vez que estes pagarão menos impostos. Além de transmitir um sinal para o mercado de que os gestores acreditam na empresa e possuem expectativas otimistas em relação ao futuro da mesma, pois a empresa está comprando de volta ações de sua própria emissão.

Segundo Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007) a recompra de ações pode também ser utilizada para ajustes na estrutura de capital das empresas. Firms pouco alavancadas, com menos condição de elevar a taxa de retorno do capital próprio pelo uso de capital de terceiros mais barato, podem aumentar sua relação de endividamento (passivo/ patrimônio líquido) para uma proporção mais adequada em termos da relação risco-retorno.

Os dividendos pagos aos acionistas representam um retorno sobre o capital fornecido direta ou indiretamente à sociedade pelos acionistas. O pagamento de dividendos fica a critério da Assembleia Geral Ordinária ou Extraordinária. A menos que um dividendo seja declarado pelo conselho de administração de uma sociedade por ações, ele não é uma obrigação da empresa. Uma sociedade por ações não poderá ser considerada inadimplente por não pagar um dividendo que não tenha sido declarado.

Décourt (2009) explica que no Brasil, o processo decisório de distribuição de lucro é pouco conhecido por investidores e acadêmicos. Apesar de a decisão legal sobre os dividendos ser da Assembléia Geral Ordinária – AGO ou da Assembleia Geral Extraordinária – AGE, essa pode apenas estar aprovando a decisão do conselho de administração ou do conselho executivo. No trabalho realizado pelo autor ficou evidente que os executivos da empresa têm uma importante participação no processo de distribuição de lucros, mas a decisão final não é deles. Quem decide como será a distribuição dos lucros é principalmente o conselho de administração, que analisa o que foi proposto pelos executivos e toma sua decisão. Cabe à AGO ou AGE aprovar ou não a proposta do conselho.

2.1.2 Dividendo Obrigatório

A legislação atual brasileira sobre a distribuição de dividendos consta na Lei nº 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e na Lei nº 10.303 de 2001, que altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6.404 e regulamentos específicos da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. A legislação estabelece um dividendo mínimo obrigatório de 25% sobre o lucro líquido ajustado. A obrigatoriedade na distribuição de dividendos é considerada um mecanismo de proteção ao acionista minoritário que não detém o poder de controle da sociedade.

O estatuto deve dispor a respeito do dividendo obrigatório, que poderá ser calculado em percentual sobre o valor do lucro ou do capital social, ou utilização de outros critérios. Deve constar no estatuto a parcela do lucro que será destinada para a distribuição entre os acionistas. Caso não conste no estatuto, a própria lei determina a obrigatoriedade da distribuição do dividendo, que será correspondente a 50% do lucro líquido do exercício, diminuído ou acrescido quanto aos seguintes valores: a importância destinada à reserva legal, a importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores e lucros a realizar transferidos para a reserva e lucros anteriormente registrados.

Nos termos da Lei das S.A., o dividendo obrigatório poderá excepcionalmente deixar de ser pago no exercício em que os órgãos da administração da Companhia informam à Assembleia Geral ser ele incompatível com a situação financeira da

companhia. Os lucros não distribuídos na hipótese descrita acima, não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes deverão ser pagos assim que permitir a situação financeira da empresa.

No Brasil, quaisquer valores pagos a título de dividendos como forma de remunerar os acionistas não são tributados, razão pela qual os investidores recebem integralmente os valores distribuídos. Nesse ponto, cabe esclarecer que a isenção em relação aos dividendos ocorre tanto no caso de o beneficiário ser pessoa física quanto pessoa jurídica.

Nesse ponto, pode-se identificar uma diferença entre o direito brasileiro e o norte-americano. Nos Estados Unidos os dividendos estão sujeitos à tributação e há uma diferenciação de tratamento no caso de os dividendos serem considerados ordinários ou qualificados. Os primeiros são o tipo mais comum de distribuição de lucros por parte das empresas e são considerados como receita ordinária para quem os recebe, o que significa que eles não recebem tratamento tributário como ganho de capital e se sujeitam a mesma alíquota do imposto de renda normalmente suportada por quem o declara. Quanto ao aspecto procedimental, os dividendos ordinários devem ser preenchidos no campo 1a do Formulário 1099-DIV da declaração de imposto de renda.

De seu turno, os dividendos são qualificados nas hipóteses em que o investidor mantém em bolsa os valores por mais de 60 (sessenta) dias durante o período de 121 (cento e vinte e um) dias, o qual começa 60 (sessenta) dias antes da data ex-dividendo. Tais dividendos estão sujeitos a uma alíquota máxima de 15%, que é aplicada aos ganhos de capital líquidos. A aplicação dessa alíquota ocorre da seguinte maneira: Se o indivíduo tem uma taxa de imposto de renda regular de 25% ou superior, então a taxa de imposto qualificado de dividendos é de 15%. Se a taxa do imposto de renda da pessoa é inferior a 25%, então os dividendos qualificados são tributados à alíquota zero. Quanto ao recolhimento do tributo, os dividendos qualificados devem ser preenchidos no campo 1b do Formulário 1099-DIV da declaração de imposto de renda.

Esclarecido como ocorre a tributação dos dividendos no direito norte-americano, cabe registrar que essa forma de tributação é objeto de críticas, ao argumento de que se está penalizando o investimento através da dupla tributação dos dividendos. Afinal,

quando a empresa paga os dividendos, tais valores não são deduzíveis do seu imposto de renda e o empresário recolhe o tributo sobre todo o lucro que auferiu, diferentemente do que acontece no Brasil em relação aos juros sobre capital próprio, que é considerado, como visto anteriormente, um custo dedutível da apuração do seu lucro real para fins de tributação do imposto de renda. Somado ao fato de não serem dedutíveis do imposto de renda da entidade pagadora dos dividendos, as pessoas, sejam físicas ou jurídicas, que recebem os dividendos também sofrem a incidência do imposto de renda, visto que a legislação norte-americana considera os dividendos como renda tributável.

2.1.3 Juros Sobre Capital Próprio – JSCP

O artigo 10 da lei 9.249/95 estabelece que, para efeito da apuração do lucro real, poderão ser deduzidos os juros pagos a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre o patrimônio líquido, com base na Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP e limitados a 50% do lucro, antes do lançamento desses juros e do IRPJ.

No Brasil, a partir de 1996, um novo mecanismo de pagamento de dividendos foi criado, sob a forma de juros sobre capital próprio (JSCP), classificado contabilmente como despesas dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, um benefício fiscal à empresa pagadora. Podem ser deduzidos da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro da companhia pagadora, porém sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% pelo acionista pessoa física, e tributável como receita financeira para investidor pessoa jurídica. Enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista limita-se à definição entre dividendo e ganho de capital, no Brasil devem-se incluir na avaliação os JSCP, o que torna a análise mais complexa (BRUNI *et al* 2003). Segundo Décourt e Procianny (2012), o juro sobre capital próprio é utilizado pela imensa maioria das empresas devido ao benefício fiscal que ele proporciona à empresa.

Os JSCP podem substituir ou complementar o dividendo obrigatório e a introdução dos JSCP cria vantagens para as empresas. Logo as empresas possuem uma oportunidade legal para reduzir seu nível de tributação. Ness e Zani (2001) explicam que o lançamento dos juros sobre o capital próprio agrega valor à firma, mas em magnitude insuficiente para eliminar o benefício fiscal gerado pelo uso da dívida.

Assim, o juro sobre o capital próprio, ao se transformar em espécie de dividendo, pode beneficiar as empresas, na totalidade ou pelo menos em uma parcela, como um dividendo dedutível para fins de apuração do imposto de renda da pessoa jurídica. No entanto, para os investidores os dividendos são isentos, enquanto os JSCP sofrem a incidência do imposto de renda com retenção de 15% na fonte pagadora, para investidores pessoas física; e para investidores pessoas jurídicas os JSCP são tributáveis como receita financeira.

2.2 A TEORIA SOBRE DIVIDENDOS

2.2.1 Dividendos são Irrelevantes

A escola sobre a irrelevância dos dividendos, tem suas raízes num artigo escrito por Miller e Modigliani (1961). Essa escola defende que o valor que uma empresa paga de dividendos é irrelevante e que os acionistas deveriam ser indiferentes a respeito da política de dividendos da firma. Para Assaf Neto, Ambrozini e Lima (2007) esse artigo publicado em 1961, se tornou a base de todas as discussões sobre dividendos, considerando um divisor de águas na teoria sobre dividendos a partir das proposições originais de Miller e Modigliani.

Segundo Miller e Modigliani (1961), o valor da empresa é determinado apenas pela capacidade de geração de valor pelo risco do negócio, dependendo somente do lucro produzido pelos seus ativos e não de como esse lucro é repartido entre dividendos e ganhos de capitais. A teoria de Modigliani e Miller defende a hipótese de que o pagamento dos mesmos não afetam o valor da firma e a riqueza total de seus acionistas.

Miller e Modigliani (1961) defendem a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afeta o preço das ações e o custo de capital das empresas. Para realizar sua proposição sobre a irrelevância dos dividendos, os autores partiram das seguintes premissas:

1. **Não há impostos ou corretagens.** Caso existam, a alíquota é a mesma para dividendos pagos e ganhos de capital;

2. **Não há custos de transações**, tanto para venda de ações ou emissão de novas ações pela empresa;
3. Nenhum participante do mercado é capaz de afetar o preço de mercado do título por meio de suas transações. **Mercado Perfeito;**
4. Todos os indivíduos têm as mesmas expectativas em relação a investimentos, lucros e dividendos futuros. **Indivíduos têm expectativas homogêneas e racionais;**
5. Os resultados não distribuídos são reinvestidos pela empresa em projetos com retornos capazes de manter os ganhos de capitais;
6. A política de investimento da empresa é dada, não sendo alterada por mudanças de política de dividendos;
7. A política de endividamento da empresa não altera seu custo de capital;
8. Os administradores com grandes fluxos de caixa livres não os utilizam para investir em maus projetos.

Evidentemente, essas suposições não se mantêm em pé no mundo real. As empresas e os investidores pagam impostos sobre a renda; as empresas incorrem em custos de lançamentos de ações; os gerentes, muitas vezes têm mais informações sobre as perspectivas futuras da empresa do que os investidores externos; os investidores incorrem em custos de transações (WESTON E BRIGHAM, 2000).

Miller e Modigliani (1961) apoiaram sua teoria na hipótese de mercado perfeito, na racionalidade dos agentes de mercado e na inexistência de custos de transações. E afirmam que o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno proporcionado por seus ativos. Os autores concluem explicando que os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, conseqüentemente, a

alteração na política de dividendos implicará somente na mudança da distribuição do retorno total entre dividendos e ganhos de capital.

O ponto central da teoria de irrelevância da política de dividendos de Miller e Modigliani (1961), para Roos, Westerfield e Jaffe (2011), é o fato de que os investidores podem criar uma política de dividendos por conta própria. Ou seja, um acionista insatisfeito pode desfazer a política de dividendos da empresa reinvestindo dividendos, caso não deseje receber os dividendos correntes ou, alternativamente, vendendo ações, caso deseje um montante maior do que o distribuído.

Como o estudo de MM assumiu pressupostos de um mercado perfeito, não demoraram a surgir críticas e questionamentos. Porém, o grande legado dos dois autores já havia sido realizado: colocar em cheque a crença existente até então de que dividendos ditavam o valor da empresa. A partir da publicação do artigo de MM (1961), diversos autores e pesquisadores, realizaram pesquisas empíricas e direcionaram seus trabalhos de maneira a se posicionarem contra ou a favor da irrelevância dos dividendos (ASSAF NETO, AMBROZINI E LIMA, 2007).

2.2.2 Dividendos são Relevantes

Inicialmente, os dividendos eram considerados extremamente relevantes até o surgimento do estudo de Miller e Modigliani (1961), sendo este um divisor de águas para a teoria de dividendos (ASSAF NETO, AMBROZINI E LIMA, 2007). Até a publicação do artigo de Miller e Modigliani (1961), a comunidade acadêmica de finanças e os gestores financeiros estavam convictos de que os investidores preferiam dividendos em relação a ganhos de capitais. As empresas poderiam elevar seu valor pelo pagamento de altas taxas de dividendos. Esta corrente de pensamento é convencionalmente denominada por corrente tradicional, que mais tarde veio a ser combatida pela corrente centrista, que defende a irrelevância da política de dividendos em um mercado perfeito e pela corrente radical, que defende que uma elevação no pagamento de dividendos reduz o valor da empresa (SILVA, 2008).

Um aspecto controverso na área de finanças é se os dividendos são ou não relevantes para os acionistas de uma empresa, ou seja, se a fixação de determinada

política de dividendos exerce ou não influências sobre o preço de mercado das ações. Na verdade, as respostas a essa questão assumem um caráter fortemente teórico, em virtude das grandes divergências de opiniões e das suposições restritivas levantadas nos modelos explicativos (ASSAF NETO, 2012).

Roos, Westerfield e Jaffe (2011) explicam que o trabalho de MM é geralmente visto como um clássico das finanças modernas, mas argumentam que os autores ignoram muitos fatores reais, sendo que o trabalho representa apenas um ponto de partida na discussão sobre dividendos. São propostos inúmeros argumentos contrários à posição assumida pela corrente liderada por Modigliani e Miller. Para Assaf Neto (2012), os adeptos desse enfoque tradicional, acreditam que os acionistas se preocupam com a forma pela qual os resultados são repartidos (retidos ou distribuídos), o que vem afetar o preço de mercado de suas ações.

Antes da teoria de MM, a maioria dos acadêmicos considerava que quanto mais dividendos a empresa pagasse, mais valiosa a empresaria seria, sendo os dividendos considerados extremamente relevantes. Graham e Dodd (1934) consideram que o único objetivo da existência da empresa era o pagamento de dividendos e se duas empresas idênticas, exceto pelo fato de uma delas pagar mais dividendos que a outra, a que distribui mais lucro, deveria valer mais (*apud* DÉCOURT, 2009).

Num livro clássico, Benjamin Graham, David Dodd e Sidney Cottle (1961) argumentaram que as empresas geralmente devem pagar dividendos elevados, por que: (*apud* ROOS, WESTERFIELD E JAFFE, 2011).

1. “O valor presente de dividendos mais próximos é maior do que o valor presente de dividendos mais distantes”.
2. Entre “duas empresas com o mesmo poder de geração de lucro e a mesma posição num setor, a que pagar dividendo maior quase sempre terá sua ação negociada a preço mais alto”.

Dois fatores que favorecem uma política de dividendo elevada têm sido frequentemente mencionados pelos proponentes desse ponto de vista: a preferência por rendimentos correntes e a eliminação de incerteza.

Lintner (1956) realizou um estudo sobre políticas de dividendos, em que examinou a distribuição de lucros pelas empresas e concluiu que os dividendos tendem a ser aumentados apenas após uma elevação permanente, e não temporária dos lucros.

No estudo realizado por Lintner (1956), não foram encontrados motivos sobre a questão de quando devem ser pagos os dividendos, se trimestral, ou anualmente, A data de pagamento não foi relevante. Pelo contrário, foi dado mais relevância a segunda questão de quão grande é a mudança nos pagamentos de dividendos. Ficou claro que os elementos de inércia e conservadorismo, assim como a convicção de parte de muitos gestores, de que a maioria dos acionistas preferem uma taxa estável de dividendos e que o mercado paga um prêmio pela estabilidade ou crescimento gradual do nível de pagamentos de dividendos, foram tão fortes o suficiente para terminar que a maioria dos gestores procure evitar fazer mudanças no nível de pagamentos de dividendos que poderiam ter que ser revertidas no futuro. Ou seja, existe certo conservadorismo e esforço para evitar mudanças erráticas no nível de pagamentos de dividendos.

Para Lintner (1956), o fato das empresas somente aumentarem o nível de pagamento de dividendos após uma elevação permanente, e não temporária nos lucros decorrentes de primordialmente do fato de os administradores precisarem de tempo para avaliar qualquer aumento nos lucros, se estes serão permanentes ou temporários. Isto faz com que as alterações de dividendos sempre aconteçam com defasagem quando comparadas com alterações dos lucros da empresa. Existe grande receio por parte dos gestores de fazer cortes nos dividendos. Para evitar este comportamento decisões sobre aumentos são tomadas com grande conservadorismo. Logo, as empresas utilizam um nível de distribuição de lucros mais estáveis que os lucros da empresa, sendo que os administradores estão mais preocupados com as variações nos dividendos do que com o próprio nível de pagamento de dividendos.

Em seu estudo, Lintner (1956) identificou que a maioria dos administradores, aumenta os dividendos somente quando acreditam que os lucros das empresas

aumentam de forma permanente, pois o maior receio dos administradores entrevistados é ter de reduzir o nível de pagamento de dividendos. Logo, o aumento nos dividendos pode ser considerado um sinal de que os administradores estão informando ao mercado, que os mesmos confiam em bons resultados futuros da empresa.

Gordon (1959) defende que é mais fácil prever dividendos do que ganhos de capitais, sendo que os dividendos correntes diminuem a incerteza dos investidores, os quais são avessos ao risco. O pagamento de dividendos reduz a incerteza e eleva, ao mesmo tempo, o valor da empresa.

Gordon (1959) ainda explica que os investidores preferem dividendos recebidos hoje aos possíveis maiores dividendos futuros, os quais são incertos. O maior grau de incertezas dos dividendos faz com que os investidores exijam uma maior taxa de retorno para seus investimentos, aumentando o custo de capital da empresa.

Lintner (1956) e Gordon (1959) foram os precursores da discussão da teoria na relevância dos dividendos, os quais demonstraram que os acionistas preferem dividendos correntes e que há, de fato, uma relação direta entre política de dividendos da empresa e o valor de mercado da ação. Para eles está claro que os pagamentos de dividendos correntes reduzem a incerteza dos investidores e elevam o preço das ações, num ambiente onde os investidores têm aversão ao risco.

O período pré-MM defende a visão de que os dividendos são relevantes para a maximização da riqueza dos acionistas, e as empresas que pagam altos dividendos têm um prêmio sobre as empresas que pagam poucos dividendos.

2.3 AS TEORIAS SOBRE DIVIDENDOS E ALGUMAS EXPLICAÇÕES PLAUSÍVEIS SOBRE O COMPORTAMENTO DOS INVESTIDORES

Com o início da década de cinquenta até os dias de hoje muitos foram os investigadores que desenvolveram modelos teóricos e os testaram empiricamente para concluir sobre o que representam os dividendos para os acionistas em termo de aumento de sua riqueza, não existindo, porém, uma posição unânime sobre o tema.

Após Miller e Modigliani (1961) terem demonstrado que, sob determinados pressupostos, bastante forte, que a política de dividendos adotada por uma empresa seria irrelevante para a criação de valor da mesma, surgiram vários trabalhos para explicar o comportamento dos investidores. Estes trabalhos começaram demonstrando que as práticas empresarias são diferentes do que afirmam MM. Assim, em princípio, elas confirmam a importância da política de dividendos.

Desta forma, vários estudos deram corpo às principais correntes de pensamento que defendem que dividendos são relevantes, pelo fato da existência de impostos, da assimetria de informação entre gestores e investidores e, também, da existência de custos de agência. Estas correntes de pensamento, bem como algumas explicações dos mesmos MM sobre as motivações dos investidores para se comportarem de uma ou de outra forma, são vistas a seguir.

2.3.1 A Explicação do ‘Efeito Clientela’

O efeito clientela foi proposto por Miller e Modigliani (1961) e sugere que investidores sujeitos às mais elevadas alíquotas marginais de taxaço preferirão uma menor distribuição de dividendos. O efeito clientela decorreria de ganhos de capitais serem taxados à alíquotas mais baixas que dividendos (BRITO E RIET TI, 1981).

No Brasil, os investidores deveriam ter preferências por dividendos, já que no país sua tributação é nula, em detrimento de ganhos de capital, tributados quando de sua realização. Para Holanda e Coelho (2012), no Brasil, a presença do efeito clientela, se houver, será determinada por outros atributos institucionais, sejam características individuais dos acionistas, sejam especificidades da estrutura de propriedades da firma ou ainda, condicionantes do ambiente econômico nacional.

Miller e Modigliani (1961) deram relevo ao possível efeito clientela, exemplificando no seu artigo clássico que a frequência de pagamentos utilizados pelas empresas corresponde exatamente à distribuição das preferências dos investidores, cada empresa tenderia a atrair uma clientela satisfeita com suas taxas de distribuição de lucros. Holanda e Coelho (2012), explicam que Miller e Modigliani (1961) argumentaram que a política de dividendos de uma firma poderia formar uma clientela

de investidores. Logo esta hipótese está relacionada com o fato que os investidores possuem preferências por firmas que atendam suas expectativas em termos temporais de fluxo de caixa, associados a seu fluxo de gastos, mantidas as demais condições constantes.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2011) a hipótese de efeito clientela corrobora o argumento de irrelevância da política de dividendos de MM. Uma vez que os índices de distribuição das empresas se adaptem aos desejos dos investidores, nenhuma empresa conseguirá afetar o valor de mercado mudando sua estratégia de pagamentos de dividendos. Os investidores situados em faixas de imposto de renda elevado tendem a preferir o recebimento de dividendos baixos, ou nenhum, e vice-versa.

Para Assaf Neto (2012), as empresas procuram ajustar uma política de dividendos visando atender às preferências de seus acionistas. É o que se denomina de efeito clientela. Investidores com maior necessidade de caixa costumam selecionar ações de companhias que pagam dividendos mais elevados. Por outro lado, acionistas com maior poder aquisitivo costumam priorizar ações de empresas que prometem maiores ganhos de capital, mesmo que paguem pouco ou nenhum dividendo.

Existiriam investidores que têm preferência por receber dividendos, enquanto outros prefeririam os ganhos de capital decorrentes da retenção. A hipótese do efeito clientela preconiza que os investidores são diferenciados a aplicarem seus recursos em firmas com políticas de dividendos adequadas às suas preferências (HOLANDA E COELHO, 2012). Conforme Procianny e Verdi (2003) a hipótese do efeito clientela prevê que os investidores são os que procuram firmas com políticas de dividendos que atendam à sua própria expectativa quanto ao seu recebimento deles ou não.

Diferentes grupos de investidores têm preferências distintas em relação a dividendos, por conta de fatores como alíquotas de impostos, necessidades de caixa no presente ou restrições que impeçam a venda parcial das ações. Assim, os acionistas de longo prazo tendem a escolher companhias cujas políticas de dividendos atendam a suas preferências. De acordo com o efeito clientela, as empresas não deveriam alterar sua política de dividendos constantemente.

2.3.1.1 Estudos Empíricos Relacionados ao Efeito Clientela

Brito e Rietti (1981), examinaram o chamado efeito clientela e os níveis marginais de taxaço no mercado acionário brasileiro. Este efeito sugere que investidores ter o preferências por níveis de distribui o de dividendos de acordo com suas alíquotas marginais de taxaço. Os resultados encontrados neste estudo indicam que os níveis marginais de taxaço de investidores do mercado acionário elevaram-se de 16% para 37% no período 1973-1976. Estes resultados sugerem que os pequenos e médios investidores afastaram-se do mercado no período. Entretanto, os resultados encontrados não suportam a existência de efeito clientela no mercado acionário brasileiro.

Procianoy e Verdi (2003) testaram a existência do efeito clientela no cenário brasileiro durante os anos de 1989 a 1993, quando os dividendos eram isentos de impostos e ganhos de capital eram tributados a, no máximo, em 25%. Dos 693 eventos analisados, 47% dos eventos apresentaram o preço da a o no primeiro dia *ex-dividend* maior do que na data em que a a o tinha direito a receber dividendos. Os autores concluíram que esses achados contrariam as expectativas do modelo utilizado, e explicam que esse comportamento pode ser considerado irracional, já que os investidores estariam pagando mais por uma a o sem direito a dividendos, do que quando tinha o direito de recebê-lo.

Procianoy e Verdi (2009) atualizaram o trabalho desenvolvido em 2003, testando o efeito clientela no mercado acionário brasileiro para o período de 1996 a 2000 e incorporando a hipótese de sinaliza o. De uma amostra com 394 observa es, 39% apresentaram um preço de a o maior no primeiro dia *ex-dividendo* do que no último dia de negocia o com dividendo. O preço de mercado foi maior para dividendos não antecipados, apesar do mesmo comportamento ter sido verificado para dividendos pr -anunciados, o que não é coerente com a hipótese de clientela. Não se verificou nenhum volume de negocia es anormal por volta das datas pr -anunciadas de dividendos. Os autores explicam que os achados nestes trabalhos não suportam a hipótese de efeito clientela.

Costa (2010) realizou um estudo de eventos que abrangeu 437 pagamentos de dividendos de a es listadas na Bovespa, no período compreendido entre 2004 e 2008.

Verificou-se que em apenas 9 eventos os preços ajustados nas datas ex-dividendos se situaram dentro do intervalo teórico. Em 74% dos casos, os preços ajustados ficaram acima dos valores máximos teóricos, indicando forte imperfeição nos ajustes dos preços. Constatou-se persistência da anomalia dos preços para uma janela de evento de 11 dias, cujos cálculos indicaram um retorno anormal médio acumulado de 3,59% para a amostra em estudo. O autor também achou uma relação positiva entre o *dividend yield* e os retornos anormais, o que sugere ausência do efeito clientela no Brasil.

Holanda e Coelho (2012) investigaram as características externas à operação da empresa, representativas de efeito clientela, diferenciando marginalmente a política de dividendos das empresas listadas na BM&FBOVESPA, em uma amostra de 410 empresas, no período de 1998 a 2010. Os autores utilizaram-se regressão logística e regressão Tobit para os testes da hipótese, a qual propugna que existe associação estatisticamente entre a decisão de declarar dividendos – e seu montante – e o efeito clientela não pôde ser rejeitado de maneira conclusiva. E concluem que é devido a questões associadas à governança corporativa e a mecanismos de financiamentos predominantes no mercado financeiro brasileiro, que o efeito clientela impacta na política de dividendos das empresas.

No mercado norte-americano, esse efeito foi testado pela primeira vez por Elton e Gruber (1970). Os autores utilizaram-se dos dados da Bolsa de Nova York, no período de 1º de abril de 1966 a 31 de dezembro de 1967, todos em datas ex-dividendos. Os mesmos verificaram que a diferença no preço da ação com e sem direito a dividendos (na data ex-dividendos) foi menor do que o dividendo pago. Esse achado sinalizou que uma vez que os investidores possuem faixas distintas de tributação para as receitas provenientes de dividendos, o mercado considera essa informação para avaliar o preço da ação, reforçando a teoria do efeito clientela.

Elton, Gruber e Blake (2002), realizaram um novo estudo. Após mais de 100 artigos terem sido publicados, utilizando o modelo pioneiro na área do efeito clientela em 1970. Trinta e dois anos depois do estudo original, os autores encontram evidências convincente de que os impostos desempenham um papel importante em influenciar mudanças de preços de ações, reforçando novamente a existência do efeito clientela.

Michaelly (1991) analisou o comportamento dos preços das ações, após a reforma tributária ocorrida em 1986 nos Estados Unidos, que diminuiu a diferença existente entre alíquotas tributárias de dividendos e ganhos de capitais. Com o objetivo de identificar comportamentos que corroborassem o efeito clientela, porém neste estudo não foi possível verificar evidências que confirmassem os efeitos das alterações tributárias.

Para Weston e Brigham (2000), vários estudos têm investigado a importância do efeito clientela. Contudo, como a maioria das outras questões sobre a política de pagamentos de dividendos, as implicações do efeito clientela ainda não estão claras.

2.3.2 A Explicação do ‘Pássaro na Mão’

Uma razão dada para justificar o ponto de vista dos investidores que preferem os dividendos a ganhos de capital é que os dividendos são certos, ao passo de que os ganhos de capital são incertos. Defensores desse ponto de vista da política de dividendos afirmam que os investidores são avessos ao risco e irão, portanto, preferir os dividendos correntes a possíveis (mas incertos) ganhos de capital. (DAMODARAM, 2004).

Os investidores que preferem dividendos correntes a ganhos de capital são classificados como “conservadores”- avessos ao risco. Avaliam que o pagamento de dividendos reduz a incerteza e eleva, ao mesmo tempo, o valor da empresa. Esse argumento também é conhecido como a teoria do pássaro na mão. O investidor prefere a certeza dos dividendos correntes (pássaro na mão) do que a incerteza de ganhos de capital futuro (ASSAF NETO, 2012).

Lintner (1962) argumenta que o custo de capital próprio da empresa decresce à medida que o pagamento de dividendo é aumentado, porque os investidores estão menos certos de receber os ganhos de capital que deverão resultar dos lucros retidos do que estão certos a receber os pagamentos de dividendos.

Gordon (1963) argumentou originalmente que uma política de dividendos elevados também beneficia os acionistas porque reduz a incerteza. Ele afirma que os investidores avaliam o preço da ação fazendo previsões de dividendos futuros e

descontando-os ao presente. As previsões de dividendos a serem recebidas no futuro possuem maior incerteza do que as previsões de dividendos mais próximos. Como a taxa de desconto está diretamente associada ao grau de incerteza a respeito dos dividendos, o preço da ação será baixo no caso das empresas que pagam dividendos reduzidos agora para pagar dividendos maiores em datas distantes. Os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento (menor risco), sendo preferíveis à expectativa de futuros e incertos ganhos de capital.

Para Gordon (1963), as ações se ajustam diante de variações de risco. Pagamentos de dividendos reduzem o risco do investidor e, em consequência, a taxa de desconto dos fluxos futuros de rendimento da ação. Com custo de capital menor, o valor presente dos fluxos futuros sobe, determinando uma elevação no preço da ação. Se a firma toma a decisão de não pagar dividendos, a incerteza dos investidores sobe, aumentando a taxa de desconto reduzindo, o preço da ação.

Damodaram (2004) argumenta que o valor da empresa é determinado pelos fluxos de caixa de seus projetos. Se uma empresa aumenta seus dividendos, mas sua política de investimento permanece constante, a empresa terá de substituir esses dividendos (caixa que foi distribuído) por novas emissões de ações. Portanto, os investidores que recebem os dividendos mais altos sairão perdendo, em termos de valor presente, um montante equivalente em aumento de preços. Outro contra-argumento (explicando que a teoria do pássaro na mão apresenta falhas) que o autor apresenta é que a escolha não é entre dividendos certos hoje e um montante de capital incertos em algum momento não-específico no futuro, mas entre dividendos certos hoje e um montante quase equivalente em aumento de preço das ações hoje.

Ross, Westerfield e Jaffe (2011), concordam com Lintner (1962) e Gordon (1963) que é mais fácil prever dividendos do que ganhos de capital. Porém segundo os autores, seria falso concluir que maiores dividendos reduzem o risco da empresa. Os fluxos gerais de caixa de uma empresa não são necessariamente afetados pela política de dividendos (desde que gastos de capital e a captação de recursos de terceiros não sejam afetados). Mas argumentam que seria difícil ver como os riscos dos fluxos gerais de caixa possam ser modificados com uma alteração da política de dividendos.

2.3.2.1 Estudos Empíricos Relacionados à Teoria do Pássaro na Mão

Black e Scholes (1974) realizaram um estudo com empresas norte-americanas, criaram 25 carteiras de ações da *NYSE*, classificando as empresas em cinco grupos adicionais, com base no risco (beta) a cada ano por 35 anos, de 1931 a 1966. Em seus achados não encontraram evidências de que o retorno esperado de ações com altos níveis de pagamentos de dividendos fosse maior do que o de ações com baixos níveis de pagamentos de dividendos.

Litzenberger e Ramaswamy (1979), usaram rendimentos de dividendos atualizados todo mês e examinaram se os retornos totais em meses ex-dividendos correlacionados com os retornos de dividendos. Encontraram evidências de que, para um mesmo nível de risco, as ações com maior nível de dividendos teria uma maior retorno esperado. Os achados apresentaram um forte relacionamento positivo entre o retorno esperado antes dos impostos e o rendimento em dividendos de ações ordinárias no período de 1936 a 1977. O coeficiente da variável rendimento em dividendos mostrou-se positivo e significativamente diferente de zero, indicando, ainda, que para cada dólar de acréscimo no retorno na forma de dividendos, os investidores requerem um adicional de 23 *cents* no retorno antes do imposto.

Miller e Scholes (1982) desenvolveram uma pesquisa mercado e encontraram relações entre o retorno das ações e o rendimento de dividendos. Os autores realizaram várias regressões utilizando o modelo de precificação CAPM, com acréscimo do *dividend yield* estimado e a carga tributária sobre os dividendos e ganhos de capital para o período de 1940 a 1978. Os achados dos autores foram de que existe uma relação entre a taxa de retorno da ação e a taxa de retorno dos dividendos, estimado na mensuração de curto prazo, porém essa relação não foi evidenciada nas predições de longo prazo.

Elton, Gruber e Rentzler (1983) analisaram a relação entre dividendos e o modelo CAPM. Os autores fizeram um estudo com 20 carteiras diferentes durante os anos de 1927 a 1976, e acharam uma forte relação entre rendimento dos dividendos das ações e o retorno explicado pelo coeficiente beta do modelo CAPM (modelo onde o beta é a medida de risco sistemático do ativo).

2.3.3 A Explicação dos Dividendos como sendo Residuais

A teoria residual de dividendos, segundo Procianoy e Poli (1993), propõe o pagamento dos dividendos como um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimentos. Ou seja, a empresa irá pagar dividendos somente quando não existir possibilidade de realizar um investimento com retorno ótimo e risco compatível para maximizar a riqueza de seus acionistas.

As empresas nunca devem abrir mão de um projeto com VPL positivo para aumentar um dividendo, ou pagar dividendos pela primeira vez. Uma redução nos gastos de capital para aumentar os dividendos reduziria o valor da empresa, pois a mesma deixaria de aceitar projetos com valor presente líquido positivo, para pagar dividendos (ROSS, WESTERFIELD E JAFFE, 2011).

A teoria residual propõe os dividendos como um resíduo dos lucros da empresa, ou seja, o saldo que resta após serem deduzidos todos os projetos com VPL positivos. Pela teoria residual, a empresa pode inclusive, não pagar dividendos aos acionistas desde que suas necessidades de capital superarem sua geração de caixa.

Quando as alternativas de aplicações de recursos em ativos forem suficientemente rentáveis para a empresa (os retornos forem maiores que aqueles que os acionistas poderiam auferir em outras aplicações), a retenção de lucros para reinvestimento pode ser justificada. Em caso contrário, os recursos devem ser distribuídos. Nesse processo de alocação mais eficiente dos recursos gerados internamente pela atividade da empresa, deve-se incluir ainda certas projeções futuras sobre a capacidade de pagamento de dividendos, de forma que ajuste o fluxo de caixa prospectivo com a decisão estabelecida (ASSAF NETO 2012).

Independente de ter ou não necessidade de reter lucros para aplicar em investimentos, as companhias precisam distribuir parte de seus lucros (segundo a legislação brasileira). No caso brasileiro a preservação da parcela obrigatória de dividendos a ser paga independe de a empresa estar ou não investindo. Ou ainda, por

outro lado, nenhuma empresa é obrigada a distribuir mais do que prescreve a lei, mesmo que não haja necessidade de investir (LOSS E NETO, 2006).

Conforme Damodaran (2004), a teoria contém uma mensagem valiosa: uma empresa que investiu em maus projetos não pode esperar aumentar seu valor para os investidores lhe oferecendo dividendos mais altos. Alternativamente, uma empresa com ótimos investimentos pode ser capaz de sustentar seu valor, mesmo se ela não pagar quaisquer dividendos.

Ross, Westerfield e Jaffe (2011) argumentam que as empresas com muitos projetos de VPL positivo relativamente ao fluxo de caixa disponível, devem ter índices de distribuição reduzidos. As empresas com poucos projetos de VPL positivos, relativamente ao fluxo de caixa disponível, devem ter índices de distribuição altos.

2.3.3.1 Política de Dividendos e o Ciclo de Vida das Empresas

Damodaran (2004) explica que as empresas em geral adotam políticas de dividendos que melhor se encaixam em relação à posição em que estão nos seus ciclos de vida. Empresas de alto crescimento, com grandes oportunidades de desenvolvimento, geralmente não pagam dividendos (ou pagam pouco) ao passo que empresas estáveis, com fluxos de caixas maiores e com menos projetos para investimento, tendem a distribuir um valor maior dos seus lucros como dividendos.

Necessidade de financiamento externo	Altas, mas restritas pela infraestrutura	Altas, em relação ao valor da empresa	Moderadas em relação ao valor da empresa	Baixas, na medida em que os projetos tornam-se escassos	Baixas, na medida em que os projetos tornam-se escassos
Financiamento externo	Negativo ou baixo	Negativo ou baixo	Baixo, em relação às necessidades de financiamentos	Alto, em relação às necessidades de financiamento	Maior do que as necessidades de financiamento
Capacidade de pagar dividendos	Nenhuma	Nenhuma	Muito Baixa	Aumentando	Alta
Estágio de crescimento	Estágio 1 inicial	Estágio 2 Expansão rápida	Estágio 3 Alto crescimento	Estágio 4 Crescimento maduro	Estágio 5 Declínio

Figura 1: Análise de ciclo de vida da política de dividendos.
 Fontes: Damodaran (2004), p542.

A relação direta entre política de dividendos e o crescimento é enfatizada quando se examina o índice de pagamento de uma empresa e sua taxa de crescimento esperada. Aswath Damodaran classificou as empresas na Bolsa de Valores de Nova York em abril de 1999 em cinco categorias, com base nas taxas de crescimento esperadas por ação, e estimou os índices de pagamentos de dividendos e rendimentos de dividendos para cada categoria. O que pode ser observado, segundo o autor, e ilustrado na Figura 1 anterior, é que as empresas com taxas de crescimento esperadas mais altas pagam dividendos mais baixos.

Para Paiva e Lima (2001), um fator importante a ser considerado na formulação de uma política de dividendos é a capacidade de crescimento da companhia. Empresas em fase de crescimento e com muitas oportunidades de investimento estão constantemente necessitando de recursos. Perobelli, Zanini e Santos (2009) explicam que a perspectiva de crescimento da empresa e a fase de maturação também são fatores que influenciariam na política de dividendos.

Santos *et al* (2004) afirmam que a política de dividendo tende a seguir o grau de maturidade da empresa. Empresas *startup*, que possuem maiores oportunidades de crescimento por meios de projetos de investimentos, tendem a não distribuir o lucro, ou a distribuir uma parcela menor que as empresas em situação de estabilidade. No caso de investimento em novos projetos, a empresa deve analisar a relação do custo de reter lucro e captar recursos de terceiros. E, além disso, no caso de retenção de lucros para reinvestimento, o acionista irá considerar se o retorno deste é mais vantajoso que as demais aplicações de mercado.

2.3.3.2 Os Dividendos como Resíduos e Resultados Empíricos sobre o Tema

Salsa (2010) testou o efeito do ciclo de vida empresarial, e das fases por onde a empresa passa ao longo da vida, na sua política de dividendos. Ao mesmo tempo, testou determinantes financeiros significativos: a rentabilidade, a dimensão, o risco, o número de investidores, o crescimento dos resultados do exercício, o crescimento dos resultados no ano seguinte, o investimento, o endividamento, o crescimento das vendas ou os dividendos do ano anterior. O estudo empírico baseou-se numa amostra de empresas europeias de 6 países (Alemanha, Dinamarca, Finlândia, Itália, Reino Unido e Suécia).

Os resultados não comprovaram as hipóteses quanto à teoria do ciclo de vida, mostrando que as empresas em fase de maturidade não são necessariamente as que apresentam maiores dividendos. Os resultados, porém, validaram outras das hipóteses do estudo e reforçam alguns determinantes financeiros do nível de dividendos empresariais e mostram diferenças e semelhanças entre o nível dos dividendos e seus determinantes para os diferentes países.

Wickboldt (2011), em trabalho extenso no mercado brasileiro, com amostra entre 1995 e 2009 e um total de 5.800 observações, não encontrou relação entre investimento e nível de payout, relação esta que, pela corrente que defende o dividendo como um resíduo distribuído aos proprietários, deveria ser negativa.

2.3.4 Teoria de Agência

Como demonstraram inicialmente Jensen e Meckling (1976), no contexto da gestão das empresas, podem surgir inúmeros conflitos de interesse entre acionistas e administradores. Em alguns destes casos, os administradores podem ser tentados a visar objetivos egoístas às expensas dos acionistas.

Jensen (1986) explica que a relação entre administradores e acionistas é repleta de conflitos. Miller e Scholes (1978) explicam que os dividendos podem servir para reduzir custo de agência. Pagando-se dividendos iguais ao total de fluxo de caixa excedente, uma empresa pode reduzir a capacidade da administração para desperdiçar os recursos da empresa.

A distribuição de dividendos pode reduzir o fluxo de caixa disponível para o gestor, tal fato reduziria sua liberdade para gerenciar resultados em benefícios próprio. Nas empresas brasileiras há, ainda, uma tendência à retenção dos lucros em função da escassez de recursos de longo prazo (GONZAGA E COSTA, 2009).

Num artigo clássico sobre custo de agência, Jensen e Meckling (1976) demonstraram a existência de custos de agência decorrentes dos conflitos entre acionistas e executivos, bem como entre acionistas e credores. Os achados dos autores demonstram os possíveis conflitos de interesse entre acionistas e gestores, num contexto de separação entre propriedade e controle, na medida em que o objetivo principal de cada um é maximizar suas próprias riquezas. Conforme apontado no estudo de Silva (2003), a literatura internacional possui inúmeras evidências de que empresas com fluxo de caixa livre e poucas oportunidades de investimento tendem a incorrer em maiores custos de agência.

Segundo a teoria, empresas com excessos de caixa estão mais propensas a realizar fusões que destroem valor, comprometer-se com benefícios ineficientes ou em investir em projetos com baixo retorno, o que prejudicaria a rentabilidade da empresa. A distribuição do excesso de caixa é uma maneira do acionista se proteger desses investimentos prejudiciais aos acionistas (DÉCOURT, 2009).

Ainda Décourt (2009) explica que o aumento do *payout* reduz o custo de agência e aumenta o custo de financiamento. O *payout* ótimo para determinada empresa é aquele que minimiza o conjunto destes custos. Conseqüentemente, o *payout* deverá ser maior em empresas onde o custo de agência é mais relevante e menor nas firmas onde os custos de financiamentos são preponderantes.

Para La Porta *et al* (2000), um dos itens conflitantes deste relacionamento entre administradores e acionistas é a política de dividendos. Como a política de dividendos é estabelecida pela administração das entidades e, por seu turno, os lucros retidos estão sob o seu controle, os acionistas cercam-se de incertezas acerca dos motivos que levam os administradores a restringirem os pagamentos de dividendos. Os acionistas querem a maximização da sua riqueza, a valorização de suas ações e os gerentes nem sempre poderão estar alinhados com estes anseios. O problema pode tomar proporções maiores para acionistas minoritários, pois, se os dividendos não lhes forem pagos, os controladores e gerentes podem usar os valores retidos para uso pessoal ou comprometê-los com projetos improdutivos.

Allen e Michaely (2002) apontam três principais controvérsias dessa teoria:

- (i) Se os gestores estão dispostos a investir desnecessariamente, que mecanismo fará com que eles, ao invés disso, aumentem os valores de dividendos a pagar? Ou, dito de outra forma, se os acionistas podem interferir no valor dos dividendos a pagar, eles não podem, ao invés disso, melhorar o monitoramento das ações dos gestores?
- (ii) Por que acionistas estariam querendo monitorar os gestores através dos dividendos? Conforme Jensen (1986), uma forma melhor de diminuir o conflito de agência seria através de dívida. Parece mais fácil aos gestores deixar de cumprir seu comprometimento a pagar dividendos, do que deixar de cumprir com o pagamento de dívidas contraídas;
- (iii) Apesar da teoria dos custos de agência proporcionar uma explicação plausível para o aumento dos níveis de dividendos, ela é menos convincente no que se refere ao corte no nível dos dividendos. As

empresas aumentariam os dividendos quando têm fluxo de caixa livre, e a reação positiva do mercado decorreria de os gestores estarem sujeitos a uma maior disciplina. Mas o que acontece quando os gestores cortam os dividendos?

A teoria da agência não fornece apoio à teoria de MM, pois, se a administração usa a política de dividendos como forma de redução de conflitos com acionistas, a política de dividendos torna-se fator relevante na determinação de quais financiamentos serão usados para os investimentos a serem efetuados pela entidade. Não havendo, portanto, liberdade de escolha ou, ainda, independência entre decisões de políticas de investimento e de financiamentos (LOSS E NETO, 2003).

A existência de empresas no Brasil, em que os gestores são também os acionistas controladores causa uma dificuldade adicional, além do problema de agência entre acionistas e gestores. Em firmas onde o gestor e controlador são os mesmos, não há como os acionistas minoritários imporem políticas de restrição de capital, uma vez que os gestores estão garantidos em seus cargos, ao contrário do que geralmente ocorre nos EUA.

Para Damodaran (2004), em empresas em que existe uma nítida separação entre a propriedade e a administração, os administradores tendem a pagar dividendos maiores do que em empresas com uma grande participação acionária de pessoal interno e envolvimento nas decisões da administração.

No Brasil, foi criada uma estrutura que permite que um único acionista tenha controle sobre as decisões da empresa com apenas uma pequena parcela da empresa. Existem duas classes de ações: a ordinária com direito a voto e a preferencial sem direito a voto. A empresa pode possuir até 2 ações preferencias sem direito a voto para cada ação ordinária. Desde 2001, conforme a Lei 10.303/2001, as ações preferencias não podem exceder 50% das ações emitidas, mas as empresas já existentes antes da vigência daquela Lei, podem manter a proporção anterior, ou seja, 1/3 de ações ordinárias (com direito a voto) e 2/3 de preferenciais (sem direito a voto). Desta forma, um único acionista com 17% do capital da empresa em ações ordinárias terá total controle sobre as decisões em uma empresa em que apenas 1/3 de suas ações tenha

direito a voto. O principal conflito de agência no Brasil é entre acionista controlador e minoritário, e este é um dos fatores destacados como determinantes para a imposição legal de dividendo mínimo no Brasil.

2.3.4.1 Estudos Empíricos Relacionados a Teoria de Agência

Procianoy (1996) verificou se houve aumento no índice de pagamento de dividendos no período em que, no Brasil os dividendos foram isentos e os ganhos de capital tributados (1990-1992). Ele comparou esse período com períodos anteriores onde os dividendos eram tributados (1987-1988) e quando os dividendos eram neutros (1989), ou seja, dividendos e ganhos de capitais tributados na mesma alíquota. Os resultados encontrados confirmam custo de agência e o autor explica que é difícil compreender a queda no nível de *payout* ocorrida em 1992, por não existir qualquer modificação tributária que pudesse ser a causa de tal reação. A única explicação plausível é o conflito de agência, gerado pelas distintas utilidades desses controladores/gestores e seus acionistas minoritários.

La Porta *et al.* (2000) analisaram amostras de grandes empresas pertencentes a 33 países, focando o seu estudo nos problemas de agência e na política de dividendos, encontrando evidência de que a qualidade da proteção legal recebida pelos acionistas e a teoria da agência são relevantes para a compreensão da política de dividendos adotada nos diferentes países pesquisados. Empresas que operam em países com maior proteção a acionistas minoritários pagam mais dividendos e, quando em crescimento, diminuem os dividendos, pois tais acionistas, legalmente protegidos, estão dispostos a esperar pela valorização das oportunidades de investimento. Por outro lado, os acionistas que não possuem proteção legal preferem receber dividendos, mesmo na presença de projetos com perspectivas futuras positivas.

Cherobim e Andrade (2005) realizaram um estudo com o objetivo de investigar se a política de dividendos é utilizada para reduzir os custos de agência. Foram analisadas empresas listadas na Bovespa no período de 1996 a 2000. Os autores concluíram que os achados comprovam a evidência de que as empresas que mais distribuem dividendos estão menos expostas a custos de agência.

O principal objetivo do trabalho elaborado por Gonzaga e Costa (2009), foi buscar evidências empíricas quanto à relação do conservadorismo contábil com os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e controladores nas companhias abertas listadas na Bovespa, compreendendo o período de 1995 a 2006. Os resultados encontrados indicam que há relação entre conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas nas empresas da amostra.

2.4 A HIPÓTESE DA SINALIZAÇÃO

2.4.1 Seleção Adversa

A seleção adversa surge quando as decisões de troca de um indivíduo informado dependem de suas informações privadas, de forma que afetam de modo adverso, os participantes não informados do mercado. Ou seja, um problema de seleção adversa ocorre quando o agente mantém uma informação privada antes de ter iniciado uma relação, em que o principal não consegue distinguir o tipo de agente antes de firmar contrato.

Akerlof (1970) realizou um trabalho, o qual ficou conhecido como o problema dos “limões” – Markets for lemons. Neste trabalho o autor argumenta que, no caso de informações assimétricas, o dono de um carro usado é mais bem informado sobre a qualidade do carro do que um comprador potencial; o carro pode ser de má qualidade, ou seja, um *lemon*. A qualidade do carro usado é uma informação privada, e é a fonte do problema de seleção adversa.

Logo, os compradores não têm como testar a qualidade de um carro usado antes de comprá-lo, e como os carros usados são vistos como iguais para os compradores, carros bons e *lemons* serão vendidos pelo mesmo preço. Quanto mais carros de pouca qualidade estiverem no mercado, menores serão os preços dos carros usados, já que se torna difícil vender um carro usado de boa qualidade a um preço justo.

Nos mercados em que se manifesta o problema de seleção adversa, há o risco de serem realizadas poucas transações. O sistema pode acabar encontrando um equilíbrio cujo único mercado viável será o *Market for lemons*, em que apenas os carros usados de

má qualidade serão vendidos. Neste caso é possível que todos possam melhorar de situações se forem induzidos a negociar.

2.4.2 Assimetria da Informação

A teoria da sinalização tem como objetivo analisar situações em que as partes de contrato estão interessadas em sinalizar alguma característica antes que o contrato seja firmado ou assinado.

A sinalização é utilizada principalmente pelas partes informadas para tentar eliminar ou minorar o problema de seleção adversa. No entanto, a sinalização irá resolver o problema de seleção adversa apenas se o sinal for crível o suficiente e acurado. Portanto, somente os agentes que acreditam poderem mostrar-se melhores do que os outros é que desejam enviar um sinal, ou melhor, os agentes somente irão sinalizar uma informação privada se sua utilidade for maior quando suas características forem uma informação pública e não privada.

Spence (1973) explica que os sinais de mercado são ações ou atributos dos indivíduos num mercado, no qual, por estruturação ou acidente, acabam por alterar suas crenças, transmitindo informações a outros indivíduos no mercado.

O problema de sinalização no mercado de trabalho aparece quando empregadores estão selecionando colaboradores. Os principais avaliam o quanto cada colaborador estaria oferecendo de produtividade e ofereciam para cada um, um salário correspondente. O problema está como saber qual colaborador é o de “alta de qualidade” e o qual é o de baixa “qualidade”. Superficialmente, todos os candidatos aparentam ser de mesma capacidade. Todos os candidatos estariam sendo considerados de “alta qualidade” e o empregador acabaria pagando o mesmo salário a todos.

Porém, supomos que os candidatos às vagas podem, inicialmente, serem distintos pelos níveis educacionais atingidos, ou seja, é feita uma filtragem, e pode ser observado que muitos desistiram da escolarização no meio, outros conseguem finalizar a escolarização com notas boas, outros com notas medianas, etc. candidatos de grande potencial percebem que devem se destacar no processo de seleção e, portanto, investem

em altos níveis educacionais. Os empregadores, assim, concluirão que os candidatos que atingirem maiores níveis educacionais são os que acabariam sendo os trabalhadores mais produtivos, e ofereciam a estes maiores salários.

O intuito do trabalho de Spence (1973) é de demonstrar como os agentes podem usar sinalização para reagir aos efeitos da seleção adversa, ou melhor, na questão da incerteza de contratação de colaborador.

A grande contribuição do trabalho de Spence (1973) foi de que a sinalização somente poderia funcionar se os custos de sinalização fossem suficientemente diferentes entre aqueles que enviam os sinais. A explicação para isto é que existem custos de sinalização que seriam maiores para os que têm nível de habilidade menor, pelo fato de ser mais dispendioso para as pessoas de baixa habilidade. Logo, os indivíduos com baixa habilidade seriam desmotivados a investir em educação, enquanto que os indivíduos possuidores de um nível alto de habilidade se motivariam a investir. A diferença nos custos de sinalização entre diferentes qualidades dos indivíduos faz com que o sinal de educação seja potencialmente crível para quem está com a intenção de contratar, sendo este sinal utilizado como filtro na situação de seleção.

Ross (1977) explica que a teoria da sinalização permite compreender algumas das motivações da divulgação voluntária de informação. Essa teoria pressupõe que o mercado contempla dois tipos de organizações, as boas e as más. Quando existe assimetria de informação, o mercado não consegue distinguir as organizações, pelo que as suas decisões baseiam-se na qualidade média do conjunto, sendo as boas prejudicadas devido ao fato de estarem subavaliadas e as más beneficiadas por estarem superavaliadas.

Para Cioffi e Famá (2010), as empresas podem utilizar a política de dividendos para transmitir ao mercado informações sobre rentabilidade futura. As empresas que pagam dividendos, principalmente as que aumentam, são empresas subavaliadas pelo mercado que podem se aproveitar deste instrumento para transmitir um sinal positivo, de que lucros maiores são esperados no futuro. E, em contrapartida, um corte nos dividendos pode simbolizar um sinal indicativo de incertezas sobre o futuro sucesso da

mesma. Em condições de assimetria de informação, as mudanças na política de dividendos podem afetar o valor das ações.

Logo, as boas empresas são motivadas a sinalizar ao mercado as suas boas qualidades, boas práticas e vantagens, de forma a diferenciarem-se das restantes empresas e permitirem que os investidores e credores avaliem melhor a sua capacidade de criação de riqueza e reduzam o risco que lhe está associado.

O sinal enviado ao mercado apenas será crível se as possíveis imitações por parte das restantes empresas forem reduzidas, isto é, quando o custo do sinal for superior para as más empresas, deixam de existir incentivos para a imitação. A credibilidade do sinal é garantida pelo fato de existirem custos associados à divulgação da informação (SPENCE, 1973).

Segundo Bruni et al (2003), as empresas podem enviar um sinal positivo ou sinal negativo para o mercado utilizando-se da política de dividendo. Dividendos como sinal positivo, 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 mesmo, aumentando necessidades de fluxo de caixa de longo prazo. O fato de que estão dispostas a assumir este compromisso indica aos investidores que elas acreditam que têm a capacidade de gerar fluxos de caixa. O mercado normalmente assimila este sinal de forma positiva, levando a uma reavaliação dos valores da empresa e a um aumento no preço das ações.

Da mesma forma, só que com sinal contrário, são vistas as empresas que anunciam redução nos seus dividendos. A avaliação do mercado é de que a empresa não tem projetos futuros com boa geração de caixa, e necessitam retê-lo para não encontrarem dificuldades maiores na gestão de seu caixa.

Por outro lado, mesmo aumentos nos dividendos podem ser vistos como um sinal negativo em alguns casos. Considere-se 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.

2.4.3 Eficiência do Mercado

A hipótese da eficiência do mercado, segundo Fama (1970 e 1991), consiste na simples formulação de que os preços dos títulos refletem plenamente todas as informações disponíveis. De acordo com o autor, existem três formas básicas de eficiência:

a) Forma fraca de eficiência

Um mercado de capitais é dito eficiente em termos fracos quando incorpora integralmente a informação contida em preços passados. Em outras palavras, admite-se que não é possível obter retornos anormais com base em dados históricos, desconsiderando o poder preditivo da análise técnica.

b) Forma semi-forte de eficiência

A forma semi-forte de eficiência do mercado pressupõe que os preços devem refletir toda informação publicamente disponível. Esta proposição admite que os preços refletem instantaneamente toda informação disponível, ou seja, não há como obter retornos anormais com base em informações tornadas públicas.

c) Forma forte de eficiência

Um mercado é eficiente no sentido forte quando os preços refletem toda a informação, publicamente disponível ou não. Esta forma de eficiência admite que mesmo os agentes que possuem informações privilegiadas (*insider traders*) não teriam condições de obter retornos anormais com o uso destas informações.

Para Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), a hipótese do mercado eficiente no que tange à política de dividendos sugere que os preços deveriam refletir instantaneamente as informações disponíveis, dessa forma, os gestores não seriam capazes de influenciar o valor da empresa através da política de dividendos. Todavia, a existência de imperfeições no mercado, impostos, custos de transação, assimetria

informacional e conflitos de agência entre gestores e acionistas podem interferir na reavaliação das expectativas do mercado.

2.4.4 Estudos Empíricos Relacionados a Hipótese da Sinalização

O primeiro estudo empírico sobre a política de dividendos foi realizado por Lintner (1956). Durante um período de sete anos (1947 a 1953), este realizou uma entrevista com responsáveis pela política de dividendos de 28 grandes empresas americanas do setor industrial. O autor desenvolveu um modelo com o intuito de identificar quais os fatores que os gestores financeiros levam em consideração para determinar a política de dividendos das suas empresas.

Para Lintner (1956) as empresas tendem a seguir uma política de ajustamento gradual em direção a um payout objetivo, definido como ideal, no médio e longo prazo, verificando-se uma resistência por parte dos gestores em diminuir os dividendos, pois esta atuação pode transmitir uma informação negativa ao mercado. Os gestores também demonstram receio em aumentar o nível dos dividendos, pois poderão não ter capacidade para sustentá-los no futuro e isso transmite igualmente uma informação negativa ao mercado. Portanto, a política de dividendos mais frequente baseia-se na manutenção dos dividendos ao longo dos anos, aumentando-os se existir perspectivas de que o respectivo crescimento possa ser sustentado no futuro.

Lintner (1956) identificou que a maioria dos gestores somente aumenta os dividendos quando acredita que os lucros da firma aumentaram de forma permanente. Isto ocorre, porque o maior receio dos gestores é ter que reduzir os dividendos. Dessa forma, o aumento nos dividendos pode ser considerado pelo mercado como uma sinalização que a administração da empresa confia em bons resultados.

Pettit (1972), ao analisar a reação dos preços das ações de 135 empresas norte-americanas que anunciaram alterações nos seus dividendos, encontrou uma variação anormal média acumulada, estatisticamente significativa na cotação das ações quando considerado o dia do anúncio da variação dos dividendos e o dia seguinte. Constatou ainda que as alterações significativas ocorreram com particular frequência naqueles dois dias. O autor concluiu que a variação nos preços das ações é tanto maior, quanto maior é

a alteração dos dividendos. Estes resultados são consistentes com a hipótese de que o anúncio da alteração na distribuição de dividendos transmite informação.

Watts (1973) realizou um estudo com foco no primeiro ano posterior a distribuição de proventos aos acionistas, utilizando uma amostra de 310 empresas com transações entre os anos de 1945 – 1968. O autor concluiu que a hipótese de que dividendos transmitem informação, tendo em vista a premissa de que dividendos colaboram para melhor previsão de lucros futuros, se verifica apenas de forma fraca, levando a um conteúdo informacional reduzido.

Bhattacharya (1979) foi um dos primeiros autores a utilizar a teoria do sinal para dar corpo teórico ao conteúdo informativo dos dividendos. Ele propôs um modelo onde mudanças não antecipadas nos dividendos distribuídos ou, mais precisamente, o seu anúncio, sinalizam aos investidores a qualidade dos projetos que a empresa possui em carteira, permitindo determinar o valor da empresa. Neste modelo, é considerado que os administradores possuem um conhecimento preciso, quando do anúncio do crescimento dos dividendos, acerca da qualidade do projeto, avaliado por seu retorno esperado, enquanto os investidores externos possuem uma informação imperfeita. O autor também admitiu que os dividendos são tributados a uma taxa de impostos e que os ganhos de capital, para simplificar o modelo, não são tributados, o que gera um custo para a sinalização.

Bhattacharya (1979) mostrou que, sob estas condições, o pagamento dos dividendos funciona como um sinal das expectativas dos futuros fluxos de caixa das empresas, em ambiente de informação imperfeita. Quando o fluxo de caixa gerado pelo projeto (X) é superior ao acréscimo dos dividendos anunciados (D), a empresa poderá reinvestir a importância $X-D$ e os seus acionistas receberão, líquido de impostos $D*(1-td)$, onde td seria a tributação dos dividendos.

Quando o fluxo de caixa gerado é inferior ao acréscimo dos dividendos anunciados ($X < D$), a empresa deverá recorrer a financiamento no montante $D-X$, para garantir o pagamento do acréscimo dos dividendos. O financiamento é obtido através do endividamento da empresa a uma taxa β , superior à taxa de juro sem risco após impostos. Os custos suportados, relativos a um maior diferencial na taxa de juro, os

custos de transações para obter o financiamento e a carga fiscal que incide sobre os dividendos suportados pelos acionistas, constituem custos de sinalização, que restringem as empresas de emitirem falsos sinais.

Considerando o efeito positivo da alteração dos dividendos no valor da empresa e admitindo que os agentes comportam-se no sentido de maximizar a riqueza dos seus acionistas, o autor demonstrou que os investidores, conhecendo a alteração do anúncio dos dividendos, são capazes de estimar o fluxo de caixa antecipado pelos gestores (detentores de maior informação) e assim determinar o valor da empresa.

Aharony e Swary (1980) buscaram evidenciar se o conteúdo informacional dos dividendos seria útil para os participantes de um mercado perfeito, analisaram se informações provenientes de anúncios de dividendos seriam rapidamente incorporadas aos preços das ações. Realizaram um estudo de eventos, no intuito de verificar o comportamento das ações. A maior dificuldade encontrada pelos autores estava no fato de os anúncios dos resultados e de dividendos ocorrerem de maneira próxima, fato que dificultou o isolamento do efeito causado pelos anúncios de dividendos. Desta forma, foram excluídos da amostra os casos em que anúncios de lucros ocorriam dentro da janela de evento estipulada. O estudo demonstrou que o mercado reage nos dias em torno da data de anúncio de dividendos, corroborando que mudanças nos níveis de dividendos provêm informações referentes à avaliação dos gestores quando ao futuro da empresa.

Kwan (1981) aperfeiçoou o trabalho de Pettit (1972), construiu carteiras baseadas em alterações inesperadas de dividendos, encontrando evidência estatisticamente significativa de rentabilidades anormais quando as empresas anunciavam alterações de dividendos, não esperadas pelo mercado.

Asquith e Mullins (1983) investigaram o impacto dos dividendos sobre a riqueza dos acionistas por meio da análise de 168 empresas que, ou pagaram o primeiro dividendo em sua história corporativa ou iniciaram o pagamento de dividendos depois de um hiato de 10 anos. Os resultados empíricos apresentaram retornos excedentes positivos maiores do que qualquer outro estudo anterior sobre dividendos. Este resultado não depende de quaisquer outros eventos (como anúncios de lucros) e o excesso de retorno é positivamente relacionado com o tamanho do pagamento inicial.

Aumento de dividendos subsequentes para a mesma amostra de empresas também foram investigados. Em comparação com o início de dividendos, os resultados sugerem que os aumentos subsequentes podem produzir um impacto positivo maior sobre a riqueza dos acionistas. Os resultados também indicam que outros estudos podem ter subestimado o efeito de aumentos de dividendos. Os resultados são consistentes com a visão de que os dividendos transmitem informação valiosa para os investidores.

Partington (1985) realizou um estudo na Austrália e não encontrou resultados semelhantes com os achados de Lintner (1956). Em sua pesquisa, menos de 50% dos executivos declaram que os dividendos são importantes para indicar a visão dos executivos sobre os lucros futuros.

Miller e Rock (1985) desenvolveram um estudo sobre a otimização das decisões das empresas relativas às políticas de financiamento, dividendos e investimento, assumindo que os gestores sabem mais que os investidores externos sobre a verdadeira situação financeira das firmas. Estes autores introduzem no modelo de MM a hipótese de assimetria de informação. Num mundo de expectativas racionais, o anúncio de dividendos contém dados de informação suficientes para permitir ao mercado deduzir os elementos não observados, nomeadamente, relativos ao ganho corrente da empresa. O anúncio de dividendos cria, assim, condições para os mercados estimarem os ganhos corrente com base em expectativas de lucros futuros, provocando um aumento no valor de mercado das companhias. O modelo sobre o efeito informativo dos dividendos é consistente com o modelo de MM, ao afirmar que o valor de mercado das empresas está dependente da geração de lucro atual e da sua capacidade futura de gerar lucros.

Os autores explicam que o efeito de anúncios inesperados de aumentos de dividendos são recebidos pelo mercado como um sinal positivo, e informações sobre financiamentos externos são recebidos pelo mercado como um sinal negativo. O conceito de dividendos utilizado neste modelo inclui os dividendos pagos acrescidos da recompra de ações menos os financiamentos externos obtidos no período.

Os caixas gerados pelas empresas têm como destino o financiamento de investimento e ou pagamentos de dividendos, Miller e Rock (1985) preveem que as empresas com grande capacidade de gerar caixa podem pagar dividendos e investirem

em projetos criadores de valor, e as empresas que não têm essa capacidade de gerar caixa vão optar, numa tentativa de imitação das anteriores, por distribuir dividendos em detrimento dos investimentos.

Logo, a opção destas empresas pela redução dos investimentos tem limites e, naturalmente, não conseguem imitar durante muito tempo as primeiras em torno do nível de dividendos pagos, pelo que se veem forçadas a diminuí-los, sendo, desta forma, obtido o equilíbrio pela sinalização, passando novamente os dividendos a representar a expectativa crível dos futuros fluxos de caixa das empresas.

John e Williams (1985) propuseram um modelo no qual consideram que os administradores sinalizam para os investidores as informações privilegiadas que possuem, através da política de dividendos e da emissão de novas ações. Neste modelo, dado que se admite que as necessidades de financiamento externo são supridas através da emissão de novas ações, os gestores, que devem atuar de acordo com os interesses dos acionistas, desejam minimizar a diluição do valor das ações existentes resultante de novas emissões.

Neste domínio, a política de dividendos é importante, pois serve de veículo de sinalização crível para os investidores, em virtude da penalização fiscal a que estão sujeitos. Como a diluição do valor das ações, face às novas emissões, é particularmente prejudicial para os acionistas das empresas relativamente às quais existem maiores informação assimétricas. É possível obter uma situação de equilíbrio de mercado em que os investidores interpretam a distribuição de dividendos, penalizados fiscalmente, como um sinal de que a empresa pode gerar fluxos de caixa no futuro.

Assim, os administradores têm interesse em aumentar os dividendos até ao nível em que o ganho marginal retirado da melhor avaliação das ações da empresa pelo mercado seja igual ao custo marginal resultante da distribuição de dividendos. Em equilíbrio, as empresas com perspectivas futuras mais favoráveis distribuem um dividendo superior ao que é permitido às empresas com perspectivas futuras menos favoráveis. Dado que o nível dos dividendos é crescente com os resultados futuros esperados e decrescente com a taxa de imposto que tributa os dividendos, bem como

com a capacidade de autofinanciamento disponível no momento, este modelo aponta para um nível ótimo de dividendos.

Ambarish, John e Williams (1987), baseados no estudo de Miller e Rock (1985) e utilizando os dados do trabalho de John e Williams (1985), propõem um modelo em que os gestores recorrem a vários mecanismos de sinalização para o mercado, além da política de dividendos, utilizando também o financiamento e o investimento em novos projetos. Considerando a situação de equilíbrio, quando o investimento é considerado fixo, o anúncio de um crescimento no valor dos dividendos possui um efeito positivo nos preços das ações da empresa.

No entanto, quando os dividendos são fixos, o efeito do anúncio de novos investimentos possui um efeito negativo para as empresas cujas assimetrias de informação dizem respeito ao valor atual dos seus ativos, e positivo para empresas cujas assimetrias de informação dizem respeito às oportunidades de investimento. Para os autores, a hipótese da sinalização depende do tipo de empresa e da fase do ciclo de vida em que essa se encontra. Logo, se uma empresa se encontra em fase de maturidade, uma elevada política de dividendos deve assumir-se como o seu principal mecanismo de sinalização, enquanto uma empresa que se encontra em fase de crescimento deve colocar ênfase no investimento, em detrimento do uso de dividendos.

Healy e Palepu (1988), baseados no trabalho de Watts (1973), analisaram empresas que pagaram dividendos pela primeira vez, empresas que voltaram a pagar dividendos após um intervalo de dez anos, empresas que interromperam o pagamento de dividendos pela primeira vez e empresas que deixaram de pagar dividendos após um período contínuo de pagamento de dez anos. Com o objetivo de verificar se a iniciação e a omissão de pagamentos de dividendos possuiriam conteúdo informacional sobre o futuro da empresa, concluíram que os investidores interpretam anúncios de iniciação e de omissão de dividendos como previsões dos gestores acerca do futuro da empresa.

Os autores analisaram uma amostra de 131 empresas que pagaram dividendos pela primeira vez ou depois de um hiato de dez anos, e uma amostra de 172 empresas que omitiram dividendos pela primeira vez ou após continuamente o pagamento de

dividendos no mínimo dez anos todas as mudanças de política de dividendos examinados ocorreram entre 1969 e 1980.

Os resultados apresentados levaram a conclusões que há aumentos significativos de ganhos em até cinco anos anteriores ao início do anúncio de pagamento de dividendos, e diminuição de ganhos significativos para os dois anos anteriores, a omissão de dividendos. Os resultados de inicialização de pagamentos de dividendos parecem considerar os ganhos passados e futuros, para decidirem iniciar o pagamento de dividendos, e as mesmas decisões são interpretadas pelo mercado como previsões de aumentos de lucros futuros. Os resultados de omissão de dividendos são menos conclusivos, enquanto as empresas parecem estar em declínios circundante da omissão dividendo, a maior parte dos declínios ocorrerem antes de o dividendo ser omitido.

Keown *et al*, (1996) com base no estudo de Baker, Farrelly e Edelman, de 1983, procuraram respostas nos questionários respondidos pelos administradores norte americanos, pois ainda que a conclusão não seja a palavra final, podem promover algumas revelações importantes (*apud* BUENO, 2002). Os resultados foram os seguintes:

- a) Existe uma evidência – não soberana – a favor de relevância da política de dividendos (em sua maioria estão divididos entre os que julgam que os dividendos são importantes e os que não têm opinião formada a respeito);
- b) A maioria também acredita que os dividendos afetam os preços as cotações;
- c) Sobre o conteúdo informacional, houve divisão entre os que concordam e os que não possuem opinião sobre os dividendos trazem informações sobre o futuro da empresa;
- d) Quase 2/3 acreditam que os investidores têm preferência por dividendos a ganhos de capital, mas somente 56% acreditam que os investidores percebam diferença no grau de risco entre as duas formas de retorno;

- e) A maioria também não considera que os acionistas são atraídos porque as políticas de dividendos são apropriadas aos seus planejamentos fiscais, nem creem no conceito de efeito clientela.

Benartzi, Michaely e Thaler (1997), observaram quase 5.000 distribuições de dividendos de 1.025 empresas entre 1979 – 1991. O estudo não resulta na comprovação do efeito da sinalização. Os autores explicam que, para eles, existe forte relação entre dividendos e lucros passados, mas não com lucros futuros. O trabalho realizado demonstrou que cortes nos dividendos sinalizaram elevações nos lucros futuros, entretanto, o estudo também demonstrou ser menos provável que empresas que elevam seus dividendos possuam subsequentes quedas nos lucros, do que empresas que não alteram seus níveis de dividendos.

Amihud e Murgia (1997) testaram a hipótese de sinalização dos dividendos nas empresas alemãs, onde, no período do estudo, havia uma menor taxa de impostos sobre os dividendos em relação a ganhos de capital, e verificou-se um menor pagamento percentual de dividendos, sendo que, teoricamente os preços das ações não deveriam sinalizar movimentos de alta ou de baixa quando o anúncio do pagamento de dividendos variasse. Porém este resultado não foi verificado, pois, aumentos nos dividendos foram seguidos por aumentos nas cotações de ações, implicando que há outras informações, além da tributação, que fazem dos dividendos sinalizadores para o mercado. Os autores explicam que um dos motivos desta reação pode ser os custos de agências existentes nos modelos de estrutura acionária na Alemanha.

Shirvani e Wilbratte (1997) constataram que as empresas procuram estabelecer uma meta de longo prazo para o nível de distribuição de dividendos. Este comportamento pode ser justificado pelo fato de que os dividendos são mais controláveis pela empresa do que os lucros. As evidências indicaram que as companhias elevaram mais prontamente os dividendos do que contrário; quando estão abaixo da meta, o equilíbrio é restabelecido aumentando-os e, quando estão acima da meta os aumentos vão sendo restringidos até que o equilíbrio seja atingido, sem que haja alteração por meio de cortes. Os administradores, portanto, se preocupam com os sinais contidos nos dividendos e procuram evitar cortes.

De Angelo *et al.*, (2000) analisaram a reação do mercado ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, para uma amostra de empresas cotadas na *NYSE*. Os resultados obtidos evidenciam que os preços das ações reagem favoravelmente nos três dias subsequentes ao anúncio da distribuição de dividendos especiais, encontrando assim evidência do efeito de sinalização.

Nissim e Ziv (2001) utilizaram uma amostra baseada no mercado americano com dados abrangendo o período de 1963 a 1997. Os resultados do estudo demonstram a existência de relação positiva entre o nível de dividendos distribuídos e o nível de lucratividade nos anos posteriores, tal efeito pode ser sentido nos dois anos posteriores à distribuição de dividendos.

Lonkani e Ratchusanti (2007) analisaram 356 empresas do mercado tailandês, entre 1994 a 2004, e confirmam a hipótese da sinalização em seu estudo, mas apenas quando consideraram a variação não esperada dos dividendos, ou seja, a variação tendo por base a previsão dos analistas, já que, considerando as variações de dois dividendos sucessivos, não encontraram evidência de que a respectiva variação tenha poder explicativo na previsão dos resultados futuros da empresa.

Vieira e Raposo (2007) testaram a hipótese da sinalização dos dividendos no mercado português, francês, e no Reino Unido, encontrando evidências para confirmar a hipótese apenas para o mercado do Reino Unido. No caso dos mercados francês e português, os resultados mostram que a relação entre o anúncio da alteração dos dividendos e a reação do mercado não é estatisticamente significativa, não suportando assim a hipótese de que as mudanças nos dividendos comunicam novas informações relevantes para o mercado. Adicionalmente, as autoras encontraram evidência da existência de uma amostra significativa de eventos em que a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e a reação do preço das ações é contrária.

Martins (2009) examinou a relação entre a decisão de reduzir ou omitir dividendos e a ocorrência de prejuízos ou redução de lucros em empresas portuguesas, espanholas e italianas. Analisou também se os dividendos constituem uma previsão consistente de rentabilidade futura das empresas. As conclusões do estudo foram que a

ocorrência de um prejuízo é, aparentemente, o primeiro requisito para que os dividendos sejam reduzidos de um ano para o outro após um registro estável de dividendos positivos. E que o resultado líquido corrente é um indicador mais fiável na previsibilidade dos resultados futuros do que os dividendos.

Yilmaz e Selcuk (2010) encontram evidências para a hipótese da sinalização dos dividendos no mercado de Istambul, ou seja, o mercado reage positivamente aos anúncios de aumentos de dividendos, negativamente aos anúncios de diminuição de dividendos e não reage de forma significativa quando os dividendos não são alterados.

Leite (2011) realizou um estudo para testar qual o impacto do anúncio da variação de dividendos no preço das respectivas ações, bem como nos resultados futuros das empresas. Adicionalmente, analisou até que ponto determinadas variáveis específicas das empresas são determinantes para o pagamento de dividendos. Para tal, analisou três países europeus: Portugal, França e Reino Unido. Não encontrou evidência de que o anúncio de alteração dos dividendos afete o preço das ações. No que diz respeito à relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, o autor encontrou evidências deste efeito apenas para a amostra de Portugal. Finalmente, ao analisar os fatores determinantes da política de dividendos das empresas, verificou-se que existem algumas variáveis capazes de influenciar na distribuição dos dividendos: o resultado líquido, a rentabilidade do capital próprio e o endividamento.

2.4.4.1 Estudos que Confirmam Hipótese da Sinalização no Brasil

Novis Neto e Saito (2003) observaram o comportamento dos preços das ações após o anúncio de pagamentos de dividendos. Realizaram um estudo com uma amostra constituída de 163 eventos, das ações mais negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1998 a 2000. Os autores buscaram evidências de retornos anormais no período pós-pagamento de dividendos (considerando um período de 90 dias) sem foco em imperfeições de mercado.

A principal proposta do trabalho de Novis Neto e Saito (2003) foi estudar o período pós-pagamento de dividendos. Os autores dividiram a amostra em três

subamostras em função do *dividend yield*, posteriormente, em três outras subamostras de acordo com o tipo de controlador, em mais duas subamostras (empresas privatizadas ou não) e, em outras três (em relação ao dividendo sobre o lucro líquido).

A amostra analisada composta por 163 eventos foi primeiramente dividida em função do *dividend yield*, e os autores concluíram que há uma relação direta entre *dividend yield* e retorno anormal acumulado no período pós-pagamento de dividendos, ou seja, quanto maior o *dividend yield*, maior é o retorno acumulado. Em função do tipo de controlador, pode-se notar que as empresas estatais apresentam retorno anormal acumulado superior ao das demais no período pós-pagamento de dividendos, entretanto verificou-se que os *dividend yield* médio das empresas estatais compostas na amostra é de 8,03%, enquanto os fundos, e as empresas familiares da amostra apresentaram *dividend yield* médios de 6,23%, e 4%, respectivamente. Portanto esses resultados não indicam a influência do tipo de controlador sobre o retorno anormal e corroboram os achados que quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno acumulado.

Com o objetivo de analisar o retorno acumulado das empresas privatizadas, dividiu-se a amostra, em empresas privatizadas e as demais empresas, logo o retorno das empresas privatizadas foi superior ao das demais empresas, mas as empresas privatizadas apresentaram *dividend yield* médio superior às demais companhias da amostra. Logo os autores afirmaram que esses resultados confirmam que quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno acumulado.

Ainda Novis Neto e Saito (2003) dividiram sua amostra principal em três novas subamostras, uma composta por companhias que distribuíram dividendos acima dos 25% do lucro líquido do exercício anterior, outra composta por empresas que distribuíram apenas o dividendo mínimo obrigatório exigido pela lei, e outra composta por empresas que distribuíram dividendos, mas tiveram prejuízos no exercício anterior. Os autores concluíram que as empresas que apresentaram prejuízos e, mesmo assim, distribuíram dividendos, tiveram retornos anormais acumulados inferiores ao das demais; entre as empresas que tiveram lucro, companhias que pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório apresentaram retorno acumulado maior do que o das companhias que distribuíram 25% do lucro líquido do exercício anterior. Pode-se

considerar que o dividendo possui conteúdo informacional, os resultados confirmam que dividendos sinalizam ao mercado sobre a situação da companhia.

Loss e Sarlo Neto (2003) concluem em seu estudo que os administradores acreditam que os dividendos carregam sinais sobre o futuro da organização e os dividendos tendem a ser utilizados como redutores de problemas de relacionados a conflitos de agência.

Loss e Sarlo Neto (2003) explicam que a decisão de distribuição de dividendos é uma decisão de política de financiamento tomada pela administração, o mercado a percebe como uma forma de transmitir sinais sobre o desempenho futuro da empresa. Os autores realizaram uma verificação dos resultados empíricos que tratam a relevância da política de financiamento, em especial a política de dividendos. Os autores concluíram que não se pode afirmar que os resultados fornecem apoio irrefutável ao conteúdo informacional dos dividendos, embora haja uma evidência favorável à ideia de que a administração usa a política de dividendos como um sinal.

Heineberg e Procionoy (2003) testaram a influência de aspectos teóricos que poderiam ser determinantes na formação do valor distribuído na política de proventos das empresas brasileiras negociadas na Bovespa durante os anos de 1994 a 2000. A metodologia utilizada foi o tratamento estatístico de regressão com dados em painel abrangendo uma amostra de 196 empresas. Os autores concluíram que a variável utilizada para representar os resultados, Lucro Líquido, possui uma relação positiva com os proventos, ou seja, à medida que o resultado da empresa aumenta tem-se um aumento no pagamento de proventos.

Também de acordo com os autores outro aspecto relevante achado na pesquisa, é que o valor indicativo de como será o nível de proventos do ano base, representada pelos proventos pagos em dinheiro no ano anterior, ou seja, as empresas têm como base o valor pago no ano anterior, demonstrando que além de olharem para os dividendos obrigatórios de 25% do lucro líquido, utilizam outros balizadores na decisão, como os valores pagos no ano anterior. Assim, as empresas procuram realizar alterações sutis no nível de dividendos, mantendo uma estabilidade na sua distribuição.

Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) realizaram um trabalho com o objetivo de analisar a relação entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento de dividendos. Tendo como base o pressuposto de Novis Neto e Saito (2003), os autores realizaram uma pesquisa empírica no mercado de capitais brasileiro no período de 2000 a 2003 tendo como foco principal o período pós-pagamento de dividendos, e foi utilizado como *proxy* para medir o retorno do mercado o índice FGV-100 como alternativa ao índice Bovespa.

Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) utilizaram uma amostra de 99 eventos formados por 22 ações de empresas não financeiras, as quais pagaram dividendos e juros sobre capital próprio em três dos quatro anos analisados, ou seja, 75% do período. A amostra principal foi segmentada em dois grupos: o grupo 1 foi composto por eventos que apresentam *dividend yield* acima da mediana e o grupo 2 foi composto por eventos que apresentam *dividend yield* igual ou abaixo da mediana.

Os resultados encontrados pelos autores, apontam evidências de um relacionamento positivo entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado das ações nos 60 pregões após o pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio para as ações com *dividend yield* acima da mediana. Os achados estão em linha com os de Novis Neto e Saito (2003), ou seja, quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno acumulado das ações.

Nossa, Nossa e Teixeira (2007), verificaram se as empresas que distribuíram dividendos no período de 1995 a 2004 foram mais eficientes do que aquelas que não distribuíram, considerando a eficiência por meio do retorno sobre ativo (ROA), logo, ROA mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis, e quanto mais alta for essa taxa, melhor (GITMAN, 2010). Os autores utilizaram o método estatístico de regressão múltipla. Os resultados encontrados indicam que as empresas que distribuíram dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuíram dividendos, no período analisado o dividendo analisado está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.

Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), analisaram empiricamente as predições da hipótese de hierarquia das fontes e da hipótese de sinalização sobre a determinação dos pagamentos dos dividendos nas empresas, consideraram-se os demonstrativos financeiros de uma amostra de empresas listadas no Bovespa no período de 2000 a 2004. O achado do estudo foi que a variável *dummy* para empresas com ADRs cotados na bolsa de Nova Iorque tiveram coeficiente negativo e significativo a 1%, sendo a única *proxy* de assimetria de informação que resultou significativamente. O coeficiente negativo indica que as empresas com maior assimetria de informações têm que definir políticas mais generosas de pagamentos de proventos. Este resultado é consistente com a teoria de sinalização, mas inconsistente com a hipótese de hierarquia das fontes.

Corso, Kassai e Lima (2012) investigaram a relação entre a distribuição de dividendos e de juros sobre capital próprio com o retorno das ações. Para elaboração da pesquisa os autores selecionaram as ações das companhias abertas negociadas na Bovespa e o período que foi analisado compreendeu os anos de 1995 a 2008, e chegou-se ao número de 1119 ações analisadas. Através da utilização da técnica multivariada de análise de correspondência em painel, observaram relação entre as variáveis; verificou-se que as ações com distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio classificadas como baixa apresentaram retorno alto, já as ações que apresentam alta distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio apresentaram baixo retorno.

Pietro Neto, Galli e Décourt (2011) testaram a teoria (hipótese) da sinalização por meio de notícias transmitidas aos investidores, referentes ao anúncio da distribuição de proventos, de 1998 a 2006, para as ações integrantes do Ibovespa, de janeiro a abril de 2006 para evitar problemas de liquidez. Foi realizada uma análise quanto a presença de retornos normais e anormais acumulados. Os cálculos foram realizados de maneira pontual, na data de divulgação das informações, e em uma janela de -5 a +5 dias ao redor da data de anúncio e dias de negociação, procurando evidências de vazamento de informações e da possibilidade de arbitragem com respeito ao anúncio do pagamento de proventos. Os testes realizados consideram a presença de retornos anormais e acumulados, quando o mercado estava operando em níveis diferentes de volatilidade e de sentido de mercado. Os autores concluíram que os resultados mostram que os investidores reagem ao receber as informações.

O objetivo do estudo de Schiozer e Forti (2012) foi analisar a influência dos dividendos sobre os credores e não sobre os acionistas. Os autores observaram que, durante a crise de 2008, os bancos brasileiros aumentaram a parcela de dividendos distribuída. Essa estratégia aparentemente parece não ser a melhor opção, pois em épocas de crise seria mais prudente reter o lucro para atravessar o momento de turbulência. Logo, a distribuição de dividendos reduz o patrimônio de referência dos bancos que é utilizado para o cálculo da Basileia.

Os autores explicam que esses bancos aumentaram seus dividendos para transparecer solidez para os investidores institucionais. O estudo descarta a tese de expropriação dos credores, pois se esse fosse o caso o aumento da distribuição de dividendos seria maior nos bancos de varejo e não nos bancos privados de capital fechado. Além disso, os credores institucionais perceberiam tal manobra e sacariam seus recursos. Esta relação reforça o papel dos dividendos como uma forma custosa e crível de comunicar sobre a qualidade dos ativos dos bancos.

Décourt e Procianoy (2012) com o objetivo de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa, enviaram ao CFO das empresas um questionário, construído de forma adequada as particularidades brasileiras. Entre outras conclusões, para os autores, a relevância dos dividendos ficou clara, pois 90,77% dos executivos que responderam o questionário consideram a política de dividendos como um dos fatores que afetam o valor da empresa.

E para a maioria dos executivos, devido a alta dependência de geração de caixa e lucro líquido para a distribuição de dividendos, acreditam que mudanças na política de dividendos podem sinalizar para o mercado mudanças nas expectativas da administração em relação a estes elementos no futuro, sendo esta sinalização mais forte na redução dos dividendos do que no aumento dos mesmo. Os executivos responderam ainda que acreditam que o aumento de dividendos sinaliza falta de oportunidades de investimentos ou redução de geração de caixa, ou seja, para estes executivos variações na política de dividendos sinalizam algo negativo.

2.4.4.2 Quadro Síntese

Abaixo no quadro nº 01 está relacionado um resumo com os estudos pesquisados que comprovam a hipótese que dividendos transmitem informação ao mercado brasileiro.

Autor/ Ano de Publicação	Principais Conclusões
Novis Neto e Saito (2003)	Concluíram que as empresas que apresentaram prejuízos e, mesmo assim, distribuíram dividendos, tiveram retornos anormais acumulados inferiores ao das demais; entre as empresas que tiveram lucro, companhias que pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório apresentaram retorno acumulado maior do que o das companhias que distribuíram 25% do lucro líquido do exercício anterior. Os resultados confirmam que dividendos sinalizam ao mercado sobre a situação da companhia.
Loss e Sarlo Neto (2003)	Concluem em seu estudo que os administradores acreditam que os dividendos carregam sinais sobre o futuro da organização e os dividendos tendem a ser utilizados como redutores de problemas de relacionados a conflitos de agência.
Heineberg e Procianoy (2003)	Os autores concluíram que a variável utilizada para representar os resultados, Lucro Líquido, possui uma relação positiva com os proventos, ou seja, à medida que o resultado da empresa aumenta tem-se um aumento no pagamento de proventos.
Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004)	Os autores apontam evidências de um relacionamento positivo entre o <i>dividend yield</i> e o retorno anormal acumulado das ações nos 60 pregões após o pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio para as ações com <i>dividend yield</i> acima da mediana.
Nossa, Nossa e Teixeira (2007)	Os resultados encontrados indicam que as empresas que distribuíram dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuíram dividendos, no período analisado o dividendo analisado está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.
Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008)	O achado do estudo foi que a variável <i>dummy</i> para empresas com ADRs cotados na bolsa de Nova Iorque tiveram coeficiente negativo e significativo a 1%, sendo a única <i>proxy</i> de assimetria de informação que resultou significativamente. O coeficiente negativo indica que as empresas com maior assimetria de informações têm que definir políticas mais generosas de pagamentos de proventos
Pietro Neto, Galli e Décourt (2011)	Testaram a teoria (hipótese) da sinalização por meio de notícias transmitidas aos investidores, referentes ao anúncio da distribuição de proventos, de 1998 a 2006, Os testes realizados

	consideram a presença de retornos anormais e acumulados, quando o mercado estava operando em níveis diferentes de volatilidade e de sentido de mercado. Os autores concluíram que os resultados mostram que os investidores reagem ao receber as informações.
Corso, Kassai e Lima (2012)	Verificaram que as ações com distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio classificadas como baixa apresentaram retorno alto, já as ações que apresentam alta distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio apresentaram baixo retorno.
Schiozer e Forti (2012)	Os autores observaram que, durante a crise de 2008, os bancos brasileiros aumentaram a parcela de dividendos distribuída. Essa estratégia aparentemente parece não ser a melhor opção, pois em épocas de crise seria mais prudente reter o lucro para atravessar o momento de turbulência. Logo, a distribuição de dividendos reduz o patrimônio de referência dos bancos que é utilizado para o cálculo da Basileia. Os autores explicam que esses bancos aumentaram seus dividendos para transparecer solidez para os investidores institucionais.
Décourt e Procianoy (2012)	Entre outras conclusões, para os autores, a relevância dos dividendos ficou clara, pois 90,77% dos executivos que responderam o questionário consideraram a política de dividendos como um dos fatores que afetam o valor da empresa.

Quadro 1: Estudos que Comprovam a Hipótese que Dividendos Transmitem Informação

2.4.4.3 Estudos que não Confirmam Hipótese da Sinalização no Brasil

Figueiredo (2002) objetivou testar a hipótese da sinalização no Brasil, buscou investigar a relação entre alteração de dividendos e mudanças de ganhos futuros em 324 empresas brasileiras, no período de 1986 a 2000, para verificar-se se alterações de dividendos fornecem informações a respeito da lucratividade futura das companhias. Por meio de regressões, da correlação entre a taxa de alteração dos dividendos por ação no ano zero, e as mudanças dos lucros nos anos zero, um e dois, divididas pelo valor de mercado da ação no início do ano de alteração do dividendo.

Os resultados encontrados não fornecem evidências que suportem a hipótese do conteúdo informativo de dividendos no Brasil. Segundo Figueiredo (2002) não se comprova que mudanças de dividendos contenham informações a respeito do desempenho futuro das empresas, no período estudado. A única relação positiva significativa constatada foi entre alterações de dividendos e mudanças de lucro no ano zero. E foi encontrada nos dois anos seguintes, relação significativa no ano um, porém com sinal trocado, e constatada relação não significativa no ano dois.

Bueno (2002) verificou a relação entre *dividend yields* e as taxas de retornos das ações, bem como a viabilidade de uma estratégia baseada em *dividend yields* históricos de “bater” o mercado. O autor criou, mensalmente, durante o período que vai do início do Plano Real em junho de 1994 a dezembro 1999, três diferentes carteiras, com ações de empresas que tinham *dividend yield* alto, baixo e zero. Riscos, retornos e indicadores de desempenho ajustados aos riscos foram calculados e comparados entre si e com seu paradigma (*benchmark*), o índice Ibovespa.

A evidência empírica é incapaz de sugerir que as ações de altos *dividend yield* tendem a possuir maiores ou menores taxas de retorno do que as ações de baixo ou zero *yield*. Bueno (2002) concluiu que com as evidências encontradas não é possível demonstrar, usando o método empírico aplicado, uma clara associação entre *dividend yield* e taxas de retorno de ações.

O estudo mostrou que se fosse considerado o desempenho das carteiras durante todo o período, de ponta a ponta, a carteira composta de ações com alto *dividend yield* histórico não teria sido capaz de superar a taxa de retorno do índice do Ibovespa; ao passo que a carteira de zero *dividend yield* apresentaria um retorno de cerca de 110 pontos percentuais superiores ao Ibovespa. Implicitamente, isto significa também que não se pode ratificar, portanto, o corolário de profissionais de mercado que acreditam que as ações de alto *dividend yield* são capazes de gerar taxas de retornos significativamente superiores, quer em relação ao índice de mercado, quer em relação às ações de baixo ou zero *yields* (BUENO, 2002).

Freire *et al* (2005) analisaram se existe relação entre a média de distribuição de dividendos e a média dos lucros anormais na amostra analisada, que foi composta por empresas listadas no Bovespa no período de dezembro de 1995 a dezembro de 2001. O resultado obtido por meio da aplicação de regressão linear simples e estatística descritiva foi inconclusivo em função da baixa relevância do coeficiente de inclinação.

Freire e Lima (2005) buscaram evidências empíricas em relação ao comportamento dos dividendos e os lucros anormais, com o propósito de se obter maior clareza sobre esse assunto. A pesquisa empregada foi do tipo empírico-analítico, onde

foi utilizado o modelo de Ohlson para cálculo do lucro anormal, após foi aplicada à técnica estatística de regressão e análise de quartis. Os dados para análises foram coletados de empresas com ações negociadas na Bovespa, no período de 1996 a 2001, foram eliminadas as empresas para as quais não existiam dados disponíveis para qualquer um dos períodos ou variáveis, resultando numa amostra de 67 títulos de ações preferencias e ordinárias.

Verificou-se a inexistência de relação entre *dividend yield* e lucro anormal, após a aplicação do modelo, para teste da hipótese formulada, o coeficiente de determinação não se apresentou como variável relevante e o modelo apresentou baixa relevância do coeficiente de inclinação.

Castro e Freire (2005) buscaram evidências empíricas da relação entre lucros anormais e os dividendos, através da aplicação da técnica de análise de regressão, tendo como variável dependente os lucros anormais e, como independente os dividendos (dividendo por ação, índice de *payout e dividend yield*). O estudo limitou-se a empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Ibovespa, no período de 1996 a 2002, resultando numa amostra de 457 ações, sendo 119 títulos de ações ordinárias e 338 de ações preferencias. Não encontraram relação ente lucros anormais e dividendos, pois os dados mostraram que nem todos os índices de dividendos explicam os lucros anormais. Os autores concluíram que algumas variáveis referentes ao lucro normal apresentaram correlação entre o dividendo, porém não foi possível determinar, através da análise de regressão simples, para os modelos aplicados, a relação entre estas variáveis.

Décourt, Procianoy e Pietro Neto (2007) testaram a hipótese da sinalização através das alterações nos índices de *payout*, das empresas listadas no BOVESPA em comparação com a variação no lucro líquido, do ano anterior e posterior em que ocorreu a distribuição de proventos.

Os autores Décourt, Procianoy e Pietro Neto (2007) examinaram 12 faixas de variações positivas e negativas nos *payouts* (de 5% a 60%), e compararam esses dados estatisticamente através do teste qui-quadrado. Foram testada 4 situações: variações positivas de *payout* e variação do lucros do exercício em relação ao lucro do exercício

anterior; variações positivas de *payout* e variação do lucros do exercício seguinte em relação ao lucro exercício analisado; variações negativas de *payout* e variação do lucros do exercício em relação ao lucro do exercício anterior; variações negativas de *payout* e variação do lucros do exercício seguinte em relação ao lucro exercício analisado.

Foram analisadas empresas listadas no BOVESPA referente aos exercícios fiscais de 1997 a 2005, a amostra foi constituída de 432 eventos de 48 empresas. Os principais resultados obtidos não foram capazes de identificar o lucro líquido como fator determinante para o aumento do *payout*, os autores não encontraram evidência estatística para sustentar a hipótese de que os dividendos sinalizam aumento de lucros futuros. Por outro lado, as reduções de *payout*, na maioria dos casos, foram acompanhadas de aumentos nos lucros líquidos do exercício das empresas da amostra, sinalizando aumentos na obtenção de lucros futuros estatisticamente significativos.

Os autores concluíram que esse fenômeno pode ser atribuído ao fato de que a maioria dos gestores das empresas analisadas preferem reter uma parcela dos lucros e não distribuir aos acionistas; e de que este volume maior de recursos disponíveis para a empresa, aparentemente foi utilizado para realização de novos investimentos que proporcionaram melhores resultados para as empresas no período seguinte, evidenciando que os gestores conseguem gerir este capital investindo de maneira eficaz.

Também pode-se imaginar um conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, não sendo interessante para o acionista controlador distribuir grandes quantias de proventos, pois esses têm controle sobre a totalidade dos recursos na empresa, mas direito apenas a uma parcela de proventos distribuídos.

Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) testaram a hipótese do conteúdo informativo no Brasil, para verificar se alterações nos dividendos fornecem informações a respeito de lucratividade futura das empresas. A metodologia utilizada foi de testes estatísticos baseados no mecanismo de regressão linear e inferência estatística.

Após a realização dos testes, foi possível observar que a teoria não é corroborada pelos dados e análise empírica através da metodologia utilizada. Os autores concluem que não é possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de proventos

aos acionistas teve relação direta, ou linear, com variação de lucratividade futura nos períodos subsequentes a distribuição destes recursos.

Os autores explicam que o resultado obtido com o estudo, pode ser explicado pelos seguintes aspectos: a utilização de dividendos no mercado acionário brasileiro, para sinalizar aos acionistas aspectos futuros da empresa não apresentava caráter tão consolidado como se observava no mercado americano. Segundo, a crescente adoção de juros sobre capital próprio pelas companhias, é um mecanismo caracterizado por basear-se em possibilidade de benefícios fiscais para a mesma, assim sendo, acaba por focar em condições financeiras no momento passado e presente e, *a priori*, não se caracteriza por ser um mecanismos que busque passar algum tipo de informações sobre o desenvolvimento futuro dos empreendimentos.

Terceiro, no período em que a análise foi baseada (1999 - 2004), ocorreu a maxidesvalorização cambial ocorrida no início de 1999 e a instabilidade do período pré-eleitoral de 2002, dificultando a capacidade de previsão por parte dos gestores financeiros das empresas e inviabilizando a utilização do mecanismo de distribuição de proventos para passar informações aos acionistas.

Cioffi e Famá (2010) utilizaram o modelo de Ohlson de avaliação de empresas para testar o efeito de sinalização de dividendos no valor de mercado de empresas abertas, negociadas na bolsa de valores. A amostra do estudo compreendeu as ações de empresas negociadas na BM&Bovespa, com o acompanhamento de analistas de mercado, no período de 1997 a 2007. Foram excluídos os anos de 2008 e 2009 devido a crise financeira mundial que abalou significativamente os mercados de ações.

Os resultados obtidos indicaram que os dividendos são relevantes e têm um impacto positivo no valor das empresas, juntamente com outras variáveis: o valor do PL, o lucro líquido antes de itens extraordinários e as movimentações líquidas no patrimônio, porém não foi constatado o efeito de sinalização. Os autores concluem que os proventos são relevantes aos investidores que estes preferem receber dividendos a ganhos de capital, em razão da aversão ao risco, corroborando os estudos apresentados por Lintner (1956, 1962) e Gordon (1959, 1963) e não por sinalizar lucratividade futura.

2.4.4.4 Quadro Síntese

Abaixo no quadro n° 02 está relacionado um resumo com os estudos pesquisados que não comprovam a hipótese que dividendos transmitem informação ao mercado brasileiro.

Autor/ Ano de Publicação	Principais Conclusões
Figueiredo (2002)	Os resultados encontrados não comprovam que mudanças de dividendos contêm informações a respeito do desempenho futuro das empresas, no período estudado. A única relação positiva significativa constatada foi entre alterações de dividendos e mudanças de lucro no ano zero. E foi encontrada nos dois anos seguintes, relação significativa no ano um, porém com sinal trocado, e constatada relação não significativa no ano dois.
Bueno (2002)	O estudo mostrou que se fosse considerado o desempenho das carteiras durante todo o período, de ponta a ponta, a carteira composta de ações com alto <i>dividend yield</i> histórico não teria sido capaz de superar a taxa de retorno do índice do Ibovespa; ao passo que a carteira de zero <i>dividend yield</i> apresentaria um retorno de cerca de 110 pontos percentuais superiores ao Ibovespa.
Freire <i>et al</i> (2005)	Analisaram se existe relação entre a média de distribuição de dividendos e a média dos lucros anormais na amostra analisada, que foi composta por empresas listadas no Bovespa no período de dezembro de 1995 a dezembro de 2001. O resultado obtido por meio da aplicação de regressão linear simples e estatística descritiva foi inconclusivo em função da baixa relevância do coeficiente de inclinação.
Freire e Lima (2005)	Verificou-se a inexistência de relação entre <i>dividend yield</i> e lucro anormal, após a aplicação do modelo, para teste da hipótese formulada, o coeficiente de determinação não se apresentou como variável relevante e o modelo apresentou baixa relevância do coeficiente de inclinação.
Castro e Freire (2005)	Concluíram que algumas variáveis referentes ao lucro normal apresentaram correlação entre o dividendo, porém não foi possível determinar, através da análise de regressão simples, para os modelos aplicados, a relação entre estas variáveis.
Décourt, Procyanoy e Pietro Neto (2007)	Concluíram que as maiorias dos gestores das empresas analisadas preferem reter uma parcela dos lucros e não distribuir aos acionistas; e de que este volume maior de recursos disponíveis para a empresa, aparentemente foi utilizado para realização de novos investimentos que proporcionaram melhores resultados para as empresas no período seguinte, evidenciando

	que os gestores conseguem gerir este capital investindo de maneira eficaz.
Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007)	Os autores concluem que não é possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de proventos aos acionistas teve relação direta, ou linear, com variação de lucratividade futura nos períodos subsequentes a distribuição destes recursos.
Cioffi e Famá (2010)	Concluem que os proventos são relevantes aos investidores que estes preferem receber dividendos a ganhos de capital, em razão da aversão ao risco, corroborando os estudos apresentados por Lintner (1956, 1962) e Gordon (1959, 1963) e não por sinalizar lucratividade futura.

Quadro 2: Estudos que não Comprovam a Hipótese que Dividendos Transmitem Informação

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, apresenta-se a metodologia utilizada para a execução da pesquisa, bem como as diretrizes epistemológicas assumidas como direcionadoras do estudo. Serão demonstrados os critérios e as premissas para seleção da amostra utilizada na pesquisa, assim como sua composição. Os métodos estatísticos utilizados para análise dos resultados, assim como as limitações da metodologia empregada nesta pesquisa.

3.1 Classificação da Pesquisa

A metodologia é a explicação detalhada de toda ação desenvolvida no método do trabalho de pesquisa. É a explicação do tipo de pesquisa, quanto a sua classificação, coleta dos dados, análise e interpretação dos mesmos, que foram utilizados para auxiliar e solucionar os objetivos proposto no estudo.

Para Gil (2008), pode-se dizer que em termos de delineamento esta pesquisa é experimental *ex-post facto*, pois embora não consiga controlar o que ocorre a quem, é possível e será necessário observar o que ocorre, quando ocorre e a quem. Algumas variáveis podem ser controladas, mas normalmente não é possível estabelecer grupos experimentais e de controle equivalente por atribuições aleatória.

Quanto ao método, pode-se afirmar que o mesmo é hipotético-dedutivo, pois, a partir do conhecimento existente sobre o assunto, são propostas hipóteses que são testados por meio de testes estatísticos (VERGARA, 2010).

Quanto á finalidade da pesquisa caracteriza-se como aplicada, ao buscar as consequências praticas do conhecimento numa dada realidade quanto ser insumo em prescrições para finanças corporativas (GIL, 2008).

Quanto ao nível, é uma pesquisa exploratória por ter a preocupação de investigar as inter-relações entre os fatores que determinaram a ocorrência dos fenômenos de retenção e distribuição e suas formas, volumes e oportunidades. A abordagem será quantitativa e explicativa, por utilizar dados quantitativos e basear-se em procedimentos

estatísticos cujo objetivo é a produção de inferências para a população objeto (GIL, 2008). Este estudo é também uma pesquisa documental, que conforme Gil (2008), é desenvolvido a partir de material já elaborado. Quanto ao tempo trata-se de dados de corte (*cross section*) e longitudinais por trabalhar com um período de tempo da série histórica, incluindo alguns anos.

3.2 População, Amostra e Coleta de Dados

A amostra objeto da análise foi composta pelas empresas que estiveram presentes na carteira teórica do Ibovespa referente aos meses de Setembro a Dezembro de 2013, perfazendo um total de 73 ações de 67 empresas.

Foram selecionadas as empresas componentes do índice Bovespa, pelo fato de esta carteira ser o principal indicador de desempenho da bolsa brasileira. Assim, a carteira pode servir como um termômetro da valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo. A seguir na Tabela 1, estão relacionadas as ações componentes da amostra, bem como sua participação percentual no índice.

Tabela 1: Ações participantes da amostra utilizada para a pesquisa

Nome	Classe	Código	Setor Econômica	Partic. no índice
All Amer Lat	ON	ALLL3	Transporte Serviço	0,7000
Ambev	PN	AMBV4	Alimentos e Bebidas	1,6310
Anhanguera	ON	AEDU3	Outros	0,6180
B2W Digital	ON	BTOW3	Comércio	0,3490
BmfBovespa	ON	BVMF3	Finanças e Seguros	3,0060
BR Malls Par	ON	BRML3	Outros	1,6240
BR Propert	ON	BRPR3	Outros	0,8220
Bradesco	PN	BBDC4	Finanças e Seguros	3,8750
Bradesco	ON	BBDC3	Finanças e Seguros	0,8770
Bradespar	PN	BRAP4	Outros	0,7220
Brasil	ON	BBAS3	Finanças e Seguros	3,0060
Braskem	PNA	BRKM5	Química	0,7310
BRF AS	ON	BRFS3	Alimentos e Bebidas	1,3210
Brookfield	ON	BISA3	Construção	0,5700
CCR AS	ON	CCRO3	Transporte Serviço	1,5980
Cemig	PN	CMIG4	Energia Elétrica	1,6740
Cesp	PNB	CESP6	Energia Elétrica	0,5260
Cetip	ON	CTIP3	Finanças e Seguros	0,8170
Cia Hering	ON	HGTX3	Têxtil	0,9810

Cielo	ON	CIEL3	Software e Dados	1,6130
Copel	PNB	CPLE6	Energia Elétrica	0,4180
Cosan	ON	CSAN3	Alimentos e Bebidas	0,7780
CPFL Energia	ON	CPFE3	Energia Elétrica	0,4620
Cyrela Realt	ON	CYRE3	Construção	1,2580
Dasa	ON	DASA3	Outros	0,6470
Duratex	ON	DTEX3	Outros	0,6270
Eletrobras	PNB	ELET6	Energia Elétrica	0,7730
Eletrobras	ON	ELET3	Energia Elétrica	0,7320
Eletropaulo	PN	ELPL4	Energia Elétrica	0,6760
Embraer	ON	EMBR3	Veículos e peças	0,7290
Energias BR	ON	ENBR3	Energia Elétrica	0,7170
Fibria	ON	FIBR3	Papel e Celulose	0,7760
Gafisa	ON	GFSA3	Construção	1,6230
Gerdau	PN	GGBR4	Siderúrgica & Metalúrgica	2,1300
Gerdau Met	PN	GOAU4	Siderúrgica & Metalúrgica	0,5350
Gol	PN	GOLL4	Transporte Serviço	0,8260
Hypermarcas	ON	HYPE3	Outros	1,3440
Itausa	PN	ITSA4	Outros	2,7730
ItauUnibanco	PN	ITUB4	Finanças e Seguros	4,6970
JBS	ON	JBSS3	Alimentos e Bebidas	0,9230
Klabin S/A	PN	KLBN4	Papel e Celulose	0,7570
Kroton	ON	KROT3	Outros	0,6470
Light S/A	ON	LIGT3	Energia Elétrica	0,3980
LLX Log	ON	LLXL3	Outros	0,5720
Localiza	ON	RENT3	Outros	0,6550
Lojas Americ	PN	LAME4	Comércio	0,8740
Lojas Renner	ON	LREN3	Comércio	0,9710
Marfrig	ON	MRF3	Alimentos e Bebidas	0,6730
MMX Miner	ON	MMXM3	Mineração	0,5210
MRV	ON	MRVE3	Construção	1,3620
Natura	ON	NATU3	Comércio	1,1540
OGX Petroleo	ON	OGXP3	Petróleo e Gás	3,2040
Oi	PN	OIBR4	Telecomunicações	1,5400
Oi	ON	OIBR3	Telecomunicações	0,3770
P.Acucar-Cbd	PN	PCAR4	Comércio	0,8140
PDG Realt	ON	PDGR3	Construção	2,1430
Petrobras	PN	PETR4	Petróleo e Gás	7,9610
Petrobras	ON	PETR3	Petróleo e Gás	2,8160
Rossi Resid	ON	RSID3	Construção	0,9750
Sabesp	ON	SBSP3	Outros	0,8280
	UNT			
Santander BR	N2	SANB11	Finanças e Seguros	1,1110
Sid Nacional	ON	CSNA3	Siderúrgica & Metalúrgica	1,6930
Souza Cruz	ON	CRUZ3	Outros	0,6690
Suzano Papel	PNA	SUZB5	Papel e Celulose	0,8640
Telef Brasil	PN	VIVT4	Telecomunicações	0,9120

Tim Part S/A	ON	TIMP3	Telecomunicações	1,1740
Tran Paulist	PN	TRPL4	Energia Elétrica	0,2230
Ultrapar	ON	UGPA3	Química	0,7970
Usiminas	PNA	USIM5	Siderúrgica & Metalúrgica	2,0320
Usiminas	ON	USIM3	Siderúrgica & Metalúrgica	0,1950
V-Agro	ON	VAGR3	Outros	0,2150
Vale	PNA	VALE5	Mineração	7,9830
Vale	ON	VALE3	Mineração	2,3850
Quantidade Teórica Total				100,0000

Fonte: Site Bovespa. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCarteiraTeorica.aspx?Indice=IBOVESPA&idioma=pt-br>
Acessado em 09/10/2013.

Na Tabela 2, foram discriminadas as ações que compõem a amostra do estudo, classificadas pelo setor de economia. Foi utilizado a classificação realizada pela fornecedora da base de dados, Economática. Os setores que tiveram maiores representações na amostra foram os de Energia Elétrica e de Finanças e Seguros.

Tabela 2: Ações participantes da amostra utilizada para a pesquisa, classificadas por setor

Software e Dados	1
Têxtil	1
Veículos e Peças	1
Química	2
Mineração	3
Papel e Celulose	3
Petróleo e Gás	3
Transporte Serviço	3
Telecomunicações	4
Alimentos e Bebidas	5
Comércio	5
Siderúrgica & Metalúrgica	5
Construção	6
Finanças e Seguros	7
Energia Elétrica	10
Outros	14
Total	73

Foi observado o comportamento das empresas participantes da amostra antes apresentadas no período de 01/01/2005 à 31/12/2012. Os dados foram coletados no banco de dados da Economática, disponível no laboratório da Unisinos, e do site da

BOVESPA. Os dados históricos anuais foram sacados das Demonstrações Contábeis Consolidadas e de peças complementares, como os Relatórios da Administração. Os principais dados coletados foram:

- Percentual de Dividendos distribuídos no exercício social;
- Juros sobre Capital Próprio pago durante o exercício social;
- Lucro Líquido do Exercício, ou seja, anual em 31/12 de cada ano;
- Reserva Legal, Reserva para Contingências, Reserva para Lucros a Realizar, Reserva de Incentivos Fiscais, Reserva Estatutária e outros ajustes patrimoniais foram coletados, para se chegar a variável do Lucro Ajustado.

Os dados, coletados da Economatica e do site da BOVESPA foram transferidos para a planilha do Excel a fim de serem, depois de tratados, inseridos no software de análise de estatística *Eviews 7.0*.

3.3 Critérios para Permanência da Amostra

Segundo Gil (2008), a necessidade de uma amostra ocorre quando a pesquisa não é de caráter censitário, sendo que uma amostra deverá ser o mais eficientemente quando possível e representativo da população que foi extraída.

Portanto em trabalhos com este estudo, é comum e necessário que sejam eliminadas observações de empresas com dados discrepantes ou que não tenham sentido para a análise estatística.

Logo, foram excluídas da amostra as empresas que se enquadravam nas situações a seguir:

- Empresas que não realizaram nenhum pagamento de proventos durante o período analisado;
- Das empresas que possuíam dois tipos de ações na amostra, por exemplo, a empresa Petrobras tinha duas classes de ações a PETR4 e PETR3, foram excluídas as ações das classes que tinha como características as preferências, mantendo na amostra do estudo as ações ordinárias.
- Empresas que não apresentaram dados necessários à execução deste estudo; por exemplo, as informações de distribuições de proventos.

Na Tabela 3 relacionam-se as empresas componentes da amostra final, após excluídas as empresas que se enquadraram nas situações para seleção da amostra acima discriminadas. O total de empresas que permaneceram na amostra foram 62.

Tabela 3: Empresas participantes da amostra final utilizada para a pesquisa

Nome	Classe	Código	Setor Econômica
All Amer Lat	ON	ALLL3	Transporte Serviço
Anhanguera	ON	AEDU3	Outros
B2W Digital	ON	BTOW3	Comércio
BmfBovespa	ON	BVMF3	Finanças e Seguros
BR Malls Par	ON	BRML3	Outros
BR Propert	ON	BRPR3	Outros
Bradesco	ON	BBDC3	Finanças e Seguros
Bradespar	PN	BRAP4	Outros
Brasil	ON	BBAS3	Finanças e Seguros
Braskem	PNA	BRKM5	Química
BRF AS	ON	BRFS3	Alimentos e Bebidas
Brookfield	ON	BISA3	Construção
CCR AS	ON	CCRO3	Transporte Serviço
Cemig	PN	CMIG4	Energia Elétrica
Cesp	PNB	CESP6	Energia Elétrica
Cetip	ON	CTIP3	Finanças e Seguros
Cia Hering	ON	HGTX3	Têxtil
Cielo	ON	CIEL3	Software e Dados
Copel	PNB	CPLE6	Energia Elétrica
Cosan	ON	CSAN3	Alimentos e Bebidas
CPFL Energia	ON	CPFE3	Energia Elétrica

Cyrela Realt	ON	CYRE3	Construção
Dasa	ON	DASA3	Outros
Duratex	ON	DTEX3	Outros
Elektrobras	ON	ELET3	Energia Elétrica
Eletropaulo	PN	ELPL4	Energia Elétrica
Embraer	ON	EMBR3	Veículos e peças
Energias BR	ON	ENBR3	Energia Elétrica
Fibria	ON	FIBR3	Papel e Celulose
Gafisa	ON	GFSA3	Construção
Gerdau	PN	GGBR4	Siderúrgica & Metalúrgica
Gerdau Met	PN	GOAU4	Siderúrgica & Metalúrgica
Gol	PN	GOLL4	Transporte Serviço
Hypermarcas	ON	HYPE3	Outros
Itausa	PN	ITSA4	Outros
ItauUnibanco	PN	ITUB4	Finanças e Seguros
JBS	ON	JBSS3	Alimentos e Bebidas
Klabin S/A	PN	KLBN4	Papel e Celulose
Kroton	ON	KROT3	Outros
Light S/A	ON	LIGT3	Energia Elétrica
Localiza	ON	RENT3	Outros
Lojas Americ	PN	LAME4	Comércio
Lojas Renner	ON	LREN3	Comércio
Marfrig	ON	MRFG3	Alimentos e Bebidas
MRV	ON	MRVE3	Construção
Natura	ON	NATU3	Comércio
Oi	ON	OIBR3	Telecomunicações
P.Acucar-Cbd	PN	PCAR4	Comércio
PDG Realt	ON	PDGR3	Construção
Petrobras	ON	PETR3	Petróleo e Gás
Rossi Resid	ON	RSID3	Construção
Sabesp	ON	SBSP3	Outros
Santander BR	UNT N2	SANB11	Finanças e Seguros
Sid Nacional	ON	CSNA3	Siderúrgica & Metalúrgica
Souza Cruz	ON	CRUZ3	Outros
Suzano Papel	PNA	SUZB5	Papel e Celulose
Telef Brasil	PN	VIVT4	Telecomunicações
Tim Part S/A	ON	TIMP3	Telecomunicações
Tran Paulist	PN	TRPL4	Energia Elétrica
Ultrapar	ON	UGPA3	Química
Usiminas	ON	USIM3	Siderúrgica & Metalúrgica
Vale	ON	VALE3	Mineração

3.4 Testes Estatísticos

Para testar a hipótese de que dividendos (recordando-se que, neste estudo foram considerados também os proventos de Juros sobre Capital Próprio) transmitem informação, foram utilizadas duas abordagens:

I. Variações nas distribuições de resultados sinalizam variações no lucro das organizações?

Nesta primeira abordagem foi dada ênfase para os resultados das empresas, foram testadas se as variações na distribuição de resultados (pagamentos de proventos) sinalizam efetivas mudanças no comportamento dos resultados dos anos seguintes a essa alteração. Ou seja, se as empresas utilizam-se da sua distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros.

II. Como os investidores interpretam variações nas distribuições de resultados?

Na segunda abordagem foram realizados testes para verificar como os investidores interpretam as variações de pagamentos de proventos realizadas pelas empresas. Foram testados como o mercado se comporta antes e após as empresas alterarem sua política de distribuição de resultados.

3.4.1 Teste de Independência

Conforme estudado na revisão da literatura, os gestores das empresas não gostam de reduzir dividendos. No Brasil, a maior parte das empresas que compõe o Ibovespa está sujeita a uma legislação que as obriga a uma distribuição mínima de dividendos, sendo esta distribuição significativa sobre o lucro líquido ajustado.

Portanto, conforme esta hipótese as empresas só aumentarão o nível de pagamento de dividendos quando for esperado que os valores futuros de lucros e fluxos de caixas sejam suficientemente altos para que o nível de pagamento de dividendo não

seja reduzido. Logo, um aumento do dividendo pode ser interpretado como sinal dado pela administração, de que se espera que a empresa tenha um bom desempenho futuro.

Para testar a hipótese que as empresas utilizam-se da sua distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros, foram utilizados o teste de independência, utilizando a curva qui-quadrado, a qual possui um formato de distribuição unicaudal. Esse teste é utilizado para identificar a existência ou não de diferenças em variáveis categóricas, neste caso a ocorrência de evento, a alteração na política de dividendos das empresas.

A função de densidade do teste é dada por:

$$F(z) = \frac{x^{\left(\frac{v}{2}\right)-1} e^{-\frac{x}{2}}}{2^{\frac{v}{2}} \Gamma\left(\frac{v}{2}\right)}$$

Onde:

v são os graus de liberdade

x é uma variável aleatória no intervalo $[0, \infty)$

Γ é uma função Gamma.

O uso do teste se dá para identificar se duas variáveis aleatórias são independentes, usando a tabela de contingências. O teste é do tipo não paramétrico. Neste caso o que foi realizado é uma comparação de proporções. Como regra de formulação das hipóteses a serem testadas, define-se como hipótese nula o fato de que não há associação entre os grupos, ou distribuições, que estão sendo testadas, ou seja, as variáveis são independentes. Dessa forma, na hipótese alternativa se tem que o resultado inverso, ou seja, as variáveis são dependentes há relação entre elas.

3.4.1.1 Descrição das Hipóteses: Alterações na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido

Num estudo deste tipo, o valor esperado não é conhecido. Desta forma constrói-se o mesmo utilizando os dados observados. Da amostra antes descrita, foram observados três tipos de comportamento em relação à política de distribuição de dividendos das empresas, em relação ao ano anterior:

- Aumento no percentual de distribuição de proventos;
- Redução no percentual de distribuição de proventos;
- Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro;

Cabe registrar aqui, que, conforme antes afirmado, no Brasil as empresas estão sujeitas a uma legislação que obriga a distribuição de um percentual mínimo sobre o lucro líquido ajustado. No caso das empresas da amostra, a esmagadora maioria foi constituída antes da vigência da Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001, logo, neste caso, a maioria delas estará sujeita a uma obrigação de pagar pelo menos 25% do seu lucro líquido ajustado. Desta forma, a variável observada para o comportamento da empresa sobre os dividendos foi o seu *payout*, ou seja, o percentual de dividendos distribuído, não seu valor absoluto.

Também foram observados dois comportamentos, em relação ao lucro líquido referente ao ano posterior, àquele em que as empresas alteraram ou não sua política de pagamentos de proventos. Os comportamentos observados foram os seguintes: O que ocorreu em relação ao lucro após a alteração ou não no percentual de distribuição de dividendos? A empresa aumentou ou diminuiu o seu lucro?

Para o comportamento de redução no lucro líquido, também foram incluídas as empresas que tiveram lucros no ano observado, e prejuízos no ano posterior ao observado; e, em relação ao comportamento de aumento de lucro líquido, também

foram incluídas as empresas que tiveram prejuízo no ano observado, e lucros no ano posterior ao observado.

Para o presente teste, aumentos ou reduções no lucro líquido também é uma variável. Em nenhum período da amostra, observou-se que o lucro de uma empresa ficou inalterado de um ano para outro, em todas as observações as empresas da amostra tiveram um lucro superior ou inferior no ano posterior àquele em que a empresa alterou sua política de distribuição de proventos.

Realizadas um total de 289 observações de pagamentos de proventos, obteve-se os resultados apresentados no Quadro 1, a seguir:

	Aumento no lucro líquido	Redução no lucro líquido	Total
Aumento no percentual de distribuição de proventos	73	41	114
Redução no percentual de distribuição de proventos	53	51	104
Distribuição de proventos sem alteração	45	26	71
Total	171	118	289

Quadro 3: Valor observado, distribuição de proventos/ lucro líquido

As hipóteses nula e alternativa do teste de independência estão descritas a seguir:

H_{nula1}: Não há relação entre alterações na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido.

H_{alternativa1}: Há relação entre alterações na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido.

3.4.2 Estudo de Eventos

Na segunda abordagem foram realizados testes para verificar como os investidores interpretam as variações de pagamentos de proventos realizadas pelas empresas.

A presente pesquisa teve como objetivo testar a hipótese da sinalização dos dividendos, no mercado acionário brasileiro. A metodologia utilizada neste estudo, para medir o impacto de um anúncio de pagamento de dividendos e ou juros sobre capital próprio, sobre o preço de uma ação é a de estudo de eventos, conforme descrita por Campbell, Lo e Mackinley (1997). O estudo de evento é um método que consiste na verificação da influência de eventos específicos no desempenho das empresas, através da investigação dos efeitos destes eventos nos valores de mercados destas empresas.

Para Campbell, Lo e Mackinley (1997) estudo de evento é o método pelo qual é possível medir o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa. Tal método é possível e eficaz em função da hipótese de que, em função da racionalidade de mercado, o efeito de um evento será refletido imediatamente nos preços de ativos.

Estudo de evento tem sido utilizado para duas principais razões: examinar e testar a hipótese de que o mercado eficiente incorpora informações; e, impacto de um determinado evento na riqueza dos acionistas de uma determinada empresa, mantendo a hipótese de mercado eficiente referente à informação pública.

O objetivo deste teste é detectar como reagem os preços das ações as alterações de pagamentos proventos realizadas pelas empresas que compõem a mostra do estudo.

3.4.2.1 Definição do Evento

Um ponto muito importante para a realização de um estudo de eventos é a correta definição do evento em estudo e da data efetiva em que ele ocorre. O momento em que um evento ocorre é o primeiro instante em que o mercado toma conhecimento da informação que o constitui. A partir desse ponto os participantes do mercado têm

condições de negociar tendo posse de uma nova informação e como consequência, o preço das ações da empresa pode mudar.

O evento em estudo é o anúncio de pagamentos de proventos (dividendos e ou juros sobre capital próprio). Quando a informação se torna pública ao mercado, a data de anúncio é o mais importante para esse estudo, pois é neste momento que podem ocorrer os efeitos da sinalização.

Já que a maioria das empresas da presente amostra são obrigadas a distribuir (ao menos) 25% do seu lucro líquido ajustado na forma de proventos (dividendos, podendo também ser juros sobre capital próprio, até determinado percentual do capital próprio), pode-se dizer que no dia da divulgação dos lucros já há certa expectativa sobre os proventos a serem pagos.

As empresas constituídas antes da Lei 10.303, tem a obrigação de distribuir pelo menos 25% do seu lucro líquido ajustado na forma de proventos, já as empresas constituídas após a Lei 10.303, não possuem essa obrigação. O percentual a ser distribuído é livremente estabelecido no seu Estatuto Social.

Para este trabalho foi definida como data zero a data em que as atas das Assembleias Geral Ordinárias – AGO, as quais deliberaram sobre as aprovações dos relatório de administração, as demonstrações financeiras e a destinação do lucro do exercício, se tornaram públicas.

Em função desta data zero são definidas duas janelas de evento. A primeira compreende as data -1 e 0 e 1 (3 pregões), de forma a verificar o impacto do anúncio no preço das ações. A utilização de um pregão após o evento é uma forma de controlar o fato de as informações poderem não ser incorporadas imediatamente nos preços das ações, havendo um atraso do mercado na resposta ao evento. Já o uso de um pregão antes do evento permite o controle para vazamento de informações privilegiadas antes do anúncio.

A segunda janela de evento engloba o período de -5 a +5 pregões centrada no dia do anúncio. Esta janela permite capturar anormalidade nos retornos que tenha ocorrido em um período anterior, e também maiores atrasos nas interpretações do mercado.

A análise foi realizada para dividendos e ou juros sobre o capital próprio, considerando toda a distribuição de lucro como provento, não ocorrendo distinção entre dividendos e juros sobre capital próprio, devido ao fato de que algumas empresas não especificaram a forma de distribuição de lucros em suas atas.

3.4.2.2 Cálculo dos Retornos Anormais

Para Campbell, Lo e Mackinley (1997), os retornos anormais são definidos como a diferença entre os retornos observados *ex post* (após o evento) de um título dentro de uma janela de evento e o retorno normal da firma. Os retornos normais são aqueles definidos como retornos esperados sem a condição de que o evento ocorra.

Para calcular os retornos anormais foi utilizado a diferença entre os retornos efetivos das ações na data do anúncio da distribuição dos proventos e o retorno do mercado, representado pelo índice BOVESPA. Algebricamente:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Onde:

AR_{it} é o retorno anormal da ação i na data t

R_{mt} é o retorno do mercado, calculado com base no índice BOVESPA, dado por:

$$R_{mt} = \ln\left(\frac{IBOV_t}{IBOV_{t-1}}\right)$$

Onde:

$IBOV_t$ representa o índice BOVESPA no dia data do anúncio

$IBOV_{t-1}$ representa o índice BOVESPA na data anterior à data do anúncio dos proventos

O retorno das ações será dado por:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{R_{it}}{R_{it-1}}\right)$$

Onde:

R_{it} é o retorno da ação i na data t

\ln representa o logaritmo natural da divisão dos retornos. A utilização desta fórmula se deve ao fato de que ela pondera os retornos obtidos acima e abaixo da média com a mesma magnitude percentual.

Ex: se o índice estiver cotado a 80 pontos na data anterior ao evento, se elevar para 100 pontos no dia posterior e no terceiro dia novamente cair para 80 pontos o retorno médio do índice será de 0%, podendo ser considerado como um cálculo justo e que pondera subida e a queda na mesma magnitude.

3.4.2.3 Cálculo dos Retornos Anormais Médios

Outro teste que foi realizado é o cálculo dos retornos anormais médios estimados pelo valor dos retornos anormais de um período adicionado aos retornos anormais dos períodos subsequentes, calculados num intervalo de 11 dias, ou seja, no período de -5 a +5 em torno da data do anúncio de distribuição de proventos.

Esta fórmula também foi aplicada para o período ao redor da data do anúncio para verificar, se os retornos persistiram após a realização da data de evento, e para verificar se ocorreu vazamento de informações nos períodos anteriores a data em que as atas das Assembleias Geral Ordinárias – AGO, se tornaram públicas.

Os retornos médios foram obtidos, utilizando a seguinte fórmula:

$$CAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Onde:

$CAR_{(t_1,t_2)}$ é o retorno anormal acumulado para a ação i do tempo t_1 até o tempo t_2 .

Para obter os retornos anormais médios utilizou-se o seguinte método de estimação:

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

3.4.2.4 Teste de ANOVA

A análise de variância, conhecida como ANOVA, é uma técnica de teste de hipótese usada para testar a igualdade de duas ou mais médias amostrais de uma população, também denominadas de tratamento. Para tanto, a análise é feita via variância amostral. Com essa técnica é possível determinar se a diferença entre as amostras é causada por um erro aleatório ou então é uma diferença estrutural.

Para o uso da análise de variância na sua forma clássica, é necessário assumir três hipóteses:

1. Todas as populações que estão sendo usadas devem seguir uma distribuição normal, o que acaba por caracterizar o teste como sendo paramétrico;
2. Todas as populações devem ter a mesma variância;
3. As amostras devem ser selecionadas de forma aleatória, ou seja, devem ser independentes.

Ao realizar o teste, como de costume, a hipótese nula assumida sempre será de que a média das amostras selecionadas é diferente. Além disso, como se está trabalhando com a razão de variância nos dados, utiliza-se a distribuição F para o teste.

Neste estudo, da amostra antes descrita foram observados três tipos de comportamento em relação à política de distribuição de dividendos das empresas, em relação ao ano anterior:

- Aumento no percentual de distribuição de proventos;
- Redução no percentual de distribuição de proventos;
- Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro;

Para cada um desses comportamentos foram coletados os retornos anormais obtidos no período observado. O natural nessa avaliação é responder se a média dos retornos anormais difere entre os três comportamentos observados.

Foi realizado o teste de ANOVA, para verificar se os resultados foram significativos do ponto vista estatístico, para os diferentes comportamentos de pagamentos de proventos em três situações: 1) na data do anúncio de pagamento de proventos; 2) da 1ª janela utilizada de -1 e +1 pregões centrados na data de anúncio; e, 3) respectivamente para a 2ª janela de -5 e +5 pregões.

Para tanto, foram utilizadas três estatísticas que representam a variabilidade dos dados, seja dentro do grupo ou entre grupos:

- (i) SQT – Soma ao quadrado total;
- (ii) SQE – Soma ao quadrado do erro;
- (iii) SQG – Soma ao quadrado dos grupos.

De uma forma geral, uma tabela de teste ANOVA é apresentada da seguinte forma, onde n representa o número total de dados, m é o número de grupos.

Tabela 4: Teste de ANOVA

Origem da variabilidade	Soma dos quadrados	Graus de liberdade	Variância do quadrado	Razão F
Entre médias	$SQG = n \sum_{j=1}^m (x_j - \bar{x})^2$	$m - 1$	$MSG = \frac{SQG}{m - 1}$	$F_{ratio} = \frac{MSG}{MSE}$
Dentro dos grupos (<i>within group</i>)	$SQE = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^m (x_{ij} - \bar{x}_j)^2$	$n - m$	$MSE = \frac{SQE}{(n - m)}$	
Total	$SQT = SQE + SQG$	$n - 1$		

Para encontrar a primeira estatística, SQT, calcula-se a média de todos os dados, denominada média total. Após, encontra-se o desvio de cada dado em relação a essa média, elevando ao quadrado e somando. É a medida de variabilidade total de todo o conjunto de dados.

A segunda estatística, SQE, é uma medida de variabilidade que foi ser encontrada para cada grupo (*within group*). Nesse caso, para o primeiro método, tivemos a média dos dados que o integram e, encontra-se o desvio de cada dado em relação a essa média, eleva-se ao quadrado e, depois, estas são somadas. Obtêm-se, então, três valores de SQE, um para cada um dos comportamentos observados que foram usados.

Ao somar os três resultados, encontra-se SQE, por fim, a terceira estatística, SQG, é uma medida de variabilidade entre os diferentes grupos (*between group*), e que também é referida como entre médias. Nesse caso, ela representa a soma do quadrado dos desvios da média de cada grupo em relação a média total. Ou seja, encontra-se a variabilidade da média do grupo que representa o comportamento 1 em relação a média total, elevado ao quadrado. Isso é feito para cada uma das informações. Depois fazemos o mesmo para o comportamento 2 e para o comportamento 3.

De forma geral, essas três estatísticas são encontradas sempre que se vai fazer o teste ANOVA, independente de quantos grupos se está trabalhando.

$$SQT=SQE+SQG$$

A variabilidade total pode ser dividida em duas partes, uma (SQE) que representa as características de cada grupo, ou seja, representa a diferença dos grupos, cada qual com seu “tratamento” e, a segunda (SQG), as diferenças entre os grupos, a partir de um tratamento comum, que considera média global. Portanto, a origem da variabilidade total pode estar ligada a cada uma dessas duas causas.

No presente estudo a comparação foi entre grupos com uma quantidade diferente de dados. Nesse caso, o grupo com maior número de dados teve, naturalmente, um maior valor para a variabilidade. Um ponto importante no uso da Anova foi computar os graus de liberdade. Para o conjunto total de dados, utiliza-se $n-1$, onde n é o número de dados. No caso do SQE utiliza-se $n-m$, onde n é o número de dados e m o número de grupos.

De posse dos valores referentes aos graus de liberdade, foi realizada a respectiva “ponderação” nas variabilidades, chegando a uma medida mais próxima da variância. Isso foi feito simplesmente dividindo os valores pelos seus graus de liberdade. Por fim, encontra-se a estatística F.

Após calcula-se o F_{ratio} e identifica-se se seu valor pode ser considerado estatisticamente significativo comparando o mesmo com a distribuição F.

Vale destacar, por importante, que uma vez que é muito difícil estabelecer, *a priori*, que as variâncias entre os grupos serão iguais. Assim, utiliza-se uma variante do teste clássico de ANOVA, disponível no software *Eviews 7.0*. Esta variante, chamada *Welch*, é consistente para o caso de variâncias diferentes entre os grupos testados.

4. RESULTADOS

Após a realização dos testes propostos neste trabalho, conforme a metodologia descrita no capítulo anterior, este capítulo se dedica a apresentação e análise dos resultados obtidos. Os resultados encontrados foram divididos em dois grupos:

1. **Variações nas distribuições de resultados sinalizam variações no lucro das organizações?**
2. **Como os investidores interpretam variações nas distribuições de resultados?**

4.1 Alteração na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido

Para a amostra total e sem nenhuma segmentação, foram observadas as variações nas distribuições de proventos ano após ano (ano atual em relação ao ano anterior). As alterações observadas (ou não alterações) foram comparadas com o comportamento do lucro líquido das empresas no ano posterior às empresas terem alteradas ou não sua política de pagamento de proventos. Para interpretar estatisticamente se há relação de dependência do resultado encontrado entre as diferentes categorias testadas. Foi realizado um teste estatístico denominado qui-quadrado, conforme descrito no capítulo dedicado à Metodologia.

Para a realização do teste foi necessário determinar os valores esperados de cada célula da matriz apresentada no Quadro 2 a seguir:

	Tipo 1	Tipo 2	Total
Categoria 1	A	B	a+b
Categoria 1	C	D	c+d
Categoria 1	E	F	e+f
Total	a+c+e	b+d+f	N

Quadro 4: Fórmula específica para encontrar o valor esperado

Para encontrar o valor esperado da célula “A”, devemos usar:

$$A = \frac{(a+b)(a+c+e)}{N}$$

N é dado por (a+b+c+d+e+f). Utilizando-se este procedimento, produziu-se a matriz de valores esperados dos resultados, a qual é apresentada no Quadro 3.

	Aumento no lucro líquido	Redução no lucro líquido
Aumento no percentual de distribuição de proventos	67,4533	46,5467
Redução no percentual de distribuição de proventos	61,5363	42,4637
Distribuição de proventos sem alteração	42,0104	28,9896

Quadro 5: Valor esperado, distribuição de proventos/ lucro líquido

Encontrados esses valores esperados o procedimento seguinte é encontrar a estatística qui-quadrado. Foram calculadas as diferenças entre cada valor observado e esperado: estas diferenças são elevadas ao quadrado e divididas pelo valor esperado da célula. Ao final, são somados os resultados. Este último valor é a estatística qui-quadrado teste. Estes resultados são mostrados no quadro 4, onde o resultado de cada célula é dado por:

$$\frac{(O - E)^2}{E}$$

Onde:

O é o valor observado

E é o valor esperado

	Aumento no lucro líquido	Redução no lucro líquido	Total
Aumento no percentual de distribuição de proventos	0,4561	0,6610	1,1170
Redução no percentual de distribuição de proventos	1,1842	1,7160	2,9001
Distribuição de proventos sem alteração	0,2128	0,3083	0,5210
Total	1,8530	2,6853	4,5383

Quadro 6: Estatística qui-quadrado distribuição de proventos/ lucro líquido

Encontrado o $\chi^2_{(2)} = 4,5383$, foram determinados os números de graus de liberdade. A regra para este teste do tipo tabela de contingência é usar:

$$\begin{aligned} & (\text{N}^\circ \text{ de colunas} - 1)(\text{N}^\circ \text{ de linhas} - 1) \\ & (2-1)(3-1)=2 \end{aligned}$$

Logo este teste gerou um total de 2 graus de liberdade.

Usando o comando *scalar qq=1-@cchisq(4.5383,1)*, no Eviews, encontrou-se um p-valor = 0,103400, ou seja, 10,3400%.

Figura 2: p-valor, alteração na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido

Value	
QQ	0.103400

Como critério para aceitar ou não a hipótese nula foi utilizado um nível de significância de 15%. O resultado encontrado para o p-valor pode-se apontar que há uma relação entre alterações na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido, para as empresas da amostra. Logo rejeitamos a hipótese nula.

O resultado do teste qui-quadrado é um indicativo de que as empresas utilizam os proventos como uma forma de sinalização sobre seus resultados futuros. Em resumo, pode-se afirmar isto com uma possibilidade de que a afirmação seja errada de 10,34%, percentual bastante razoável.

Assim, rejeita-se a hipótese nula 1, podendo-se concluir que, pelo menos neste período de tempo, há relação entre alterações na distribuição de proventos e alterações no lucro líquido, para as empresas da amostra.

Este resultado corrobora a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos. As empresas da amostra deste estudo, durante o período de 01/01/2005 à 31/12/2012, utilizaram-se da política de distribuição de proventos para transmitir informações ao mercado. Os resultados indicam que as e empresas tentaram eliminar ou minorar o problema de seleção adversa.

4.2 Alterações na Distribuição de Proventos e Alterações no Lucro Líquido

A Figura 3 mostra o movimento tanto dos lucros cumulativos quanto dos proventos das empresas da amostra, deste trabalho, entre 2005 e 2012.

Observaram-se duas tendências nesse gráfico. A primeira tendência, as variações nos proventos seguem as variações nos lucros ao longo do tempo. Segundo a tendência, a série de dividendos é muito mais regular do que a série de lucros.

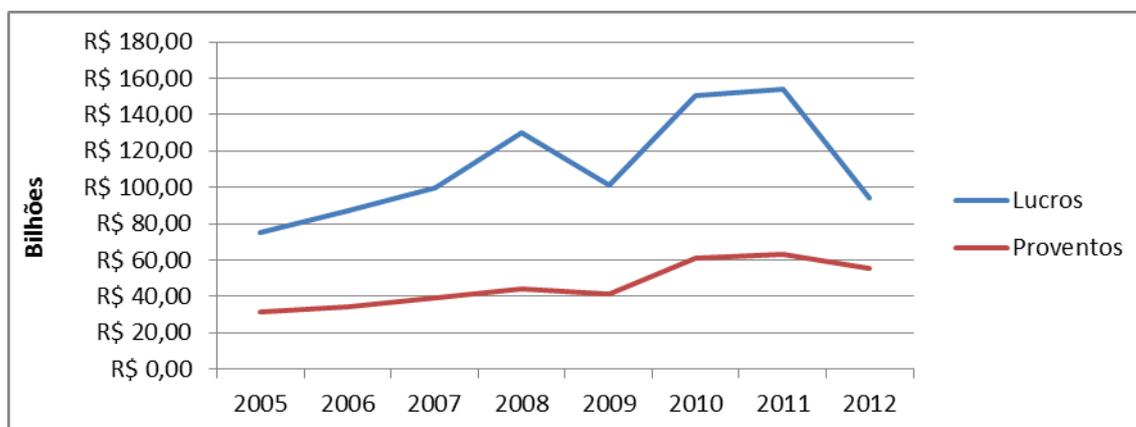


Figura 3: Dividendos e Lucros em empresas da amostra do estudo

Não deveria causar surpresa que os lucros e os proventos estejam positivamente correlacionados ao longo do tempo, porque os proventos são pagos a partir dos lucros. Pois os achados de Lintner (1956) comprovam estas tendências.

A figura 3 explica que os dividendos seguem um caminho mais regular que os lucros, e pequenas alterações no índice de distribuição de proventos, podem ser interpretados pelos investidores, como uma forma de a empresa estar transmitindo um sinal para o mercado.

4.3 Retornos anormais médios - na data do anúncio

Para a amostra total os retornos anormais médios encontrados, somente para a data do anúncio, foram de 0,2066% podendo ser considerada uma possibilidade de arbitragem para a operação *day trade*. No entanto é importante ressaltar que nestes resultados, e para a realização das operações de compra e venda, haverá incidência de taxas de corretagem, haverá também, a tributação sobre os ganhos de capitais, e que estes custos reduzirão o percentual de ganho para o investidor marginal.

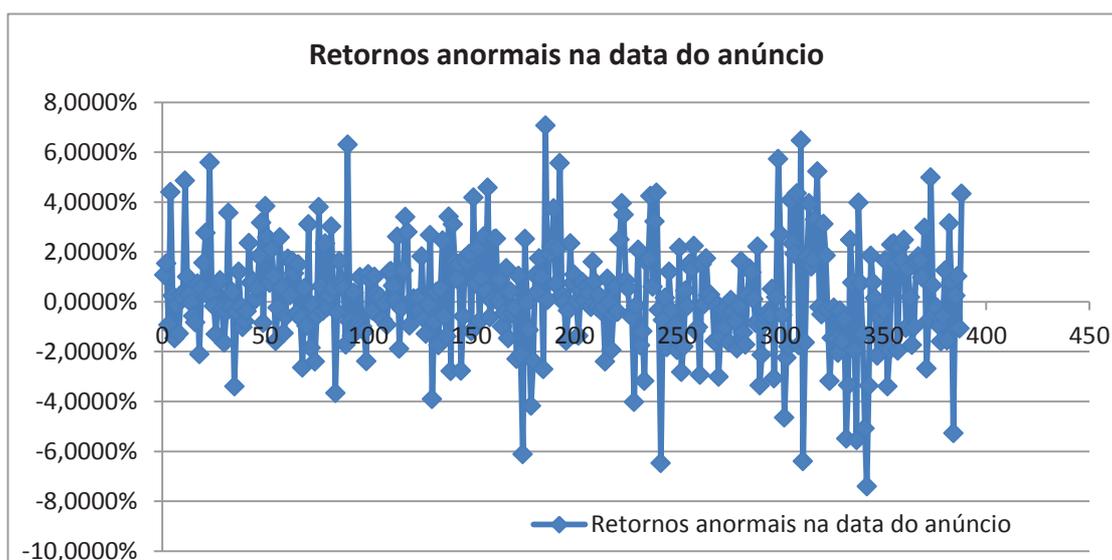


Figura 4: Retornos Anormais nas datas de anúncio

4.3.1 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Aumento no percentual de distribuição de proventos

Quando se segmentou a amostra, observando agora apenas as empresas que aumentaram seu percentual de distribuição de lucro, os retornos médios encontrados, somente para a data do anúncio foram 0,4676% (163 observações).

4.3.2 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Redução no percentual de distribuição de proventos

Para a amostra segmentada, conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que diminuíram seu percentual de distribuição de lucro, Os retornos médios encontrados, somente para a data do anúncio foram 0,0024% (133 observações).

4.3.3 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro

Para a amostra segmentada, conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que não alteraram seu percentual de distribuição de lucro, ou seja, para as empresas que mantiveram estável sua política de distribuição de lucros. Os retornos médios encontrados, somente para a data do anúncio foram 0,0394% (92 observações).

4.3.4 Retornos anormais médios, na data do anúncio, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo

	Aumento no percentual de distribuição de proventos	Redução no percentual de distribuição de proventos	Distribuição de proventos sem alteração
Retornos Médios	0,4676%	0,0024%	0,0394%

Tabela 5: Resumos dos resultados médios, na data do anúncio

Conforme apresentado na Tabela 5 de forma resumida os resultados, quando as empresas da amostra aumentaram sua porcentagem de distribuição de lucros, de um ano para o outro, os retornos médios anormais obtidos foram superiores aos demais grupos observado, e as empresas que reduziram sua porcentagem de distribuição de resultados, foram as que tiveram o menor retorno anormal médio, da amostra.

Logo estes resultados também corroboram a hipótese de que dividendos transmitem informação ao mercado, pois o grupo de empresas que aumentou sua porcentagem de distribuição de lucro, de um ano para o outro, foram o grupo que obtiveram os retornos mais expressivos. Não obstante a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos, diz que o preço da ação deve subir quando os dividendos são aumentados, caso os dividendos levem os investidores a reajustar para cima as suas expectativas de lucro.

Registre-se que, até o presente momento estes resultados não foram testados estatisticamente. Assim, este é apenas um indicativo, que poderá, ou não, ser comprovado mais adiante, ainda neste trabalho.

4.4 Retornos anormais médios – 1ª Janela

Foi calculada também a presença de retornos anormais para a janela de -1 a +1 pregões para verificar se há compra antecipada de ações ou venda posterior á data de anúncio da distribuição dos proventos. Para a amostra total os retornos anormais médios foram de 0,1431%, relativamente baixos se comparados aos retornos obtidos somente nas datas de anúncio.

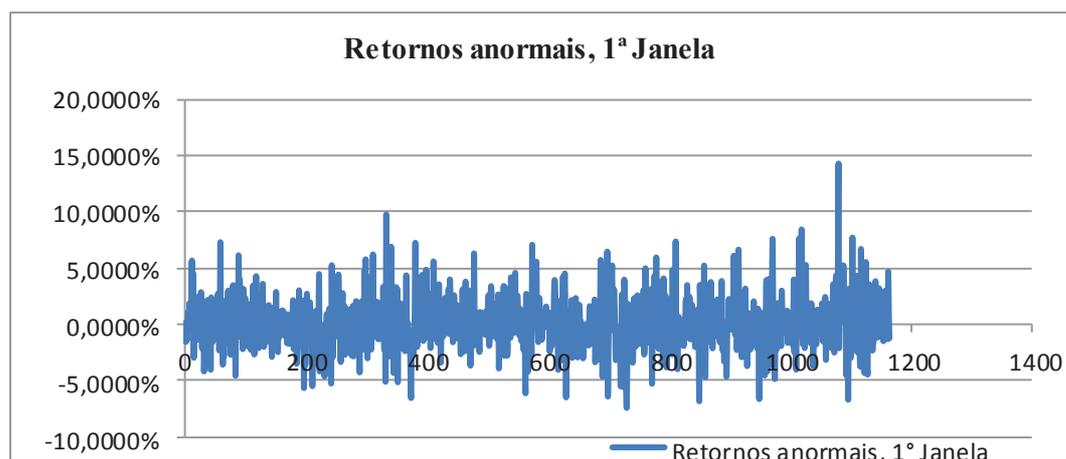


Figura 5: Retornos Anormais, 1ª Janela

4.4.1 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Aumento no percentual de distribuição de proventos

Para a amostra segmentada, trabalhando-se agora apenas com as empresas que aumentaram seu percentual de distribuição de lucro. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -1 e +1 pregões foram 0,2451%.

4.4.2 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Redução no percentual de distribuição de proventos

Para a amostra segmentada, conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que diminuíram seu percentual de distribuição de lucro, ou seja, para as empresas que diminuíram sua política de distribuição de lucros. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -1 e +1 pregões foram -0,0766%.

4.4.3 Retornos anormais médios – 1ª Janela - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro

Para a amostra segmentada, conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que não alteraram seu percentual de distribuição de lucro, ou seja, para as empresas que mantiveram estável sua política de distribuição de lucros. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -1 e +1 pregões foram 0,028%.

4.4.4 Retornos anormais médios, para uma janela de -1 e +1 pregões, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo

	Aumento no percentual de distribuição de proventos	Redução no percentual de distribuição de proventos	Distribuição de proventos sem alteração
Retornos Médios	0,2451%	-0,0766%	0,0280%

Tabela 6: Resumos dos resultados médios, para uma janela de -1 e +1 pregões

Para uma sub-amostra analisada no período de -1 e +1 pregões, com data de anúncio de distribuição de proventos centrada no meio, os resultados encontrados, corroboram de uma forma mais forte a hipótese de que dividendos transmitem informação. Pois, os achados são de que as empresas que aumentaram sua porcentagem de distribuição de resultados apresentam um retorno médio superior aos demais grupos observados, e as empresas que diminuíram sua porcentagem de distribuição de resultados, tiveram um retorno médio negativo.

Os achados encontrados na 1ª janela estão em linha com outros estudos sobre conteúdo informacional dos dividendos, que demonstraram que variações dos proventos (dividendos e ou Juros sobre Capital Próprio) afetam, sim o preço da ação. Aumentos nos dividendos resultam em maior preço da ação, enquanto reduções resultam em menor preço da ação.

4.5 Retornos anormais médios – 2ª Janela

Também foi calculada a presença de retornos anormais para a janela de -5 a +5 pregões centrada no dia do anúncio. Esta janela permite capturar anormalidade nos retornos que tenha ocorrido em um período anterior, e também maiores atrasos nas interpretações do mercado. Para a amostra total os retornos anormais médios foram de 0,2769%.

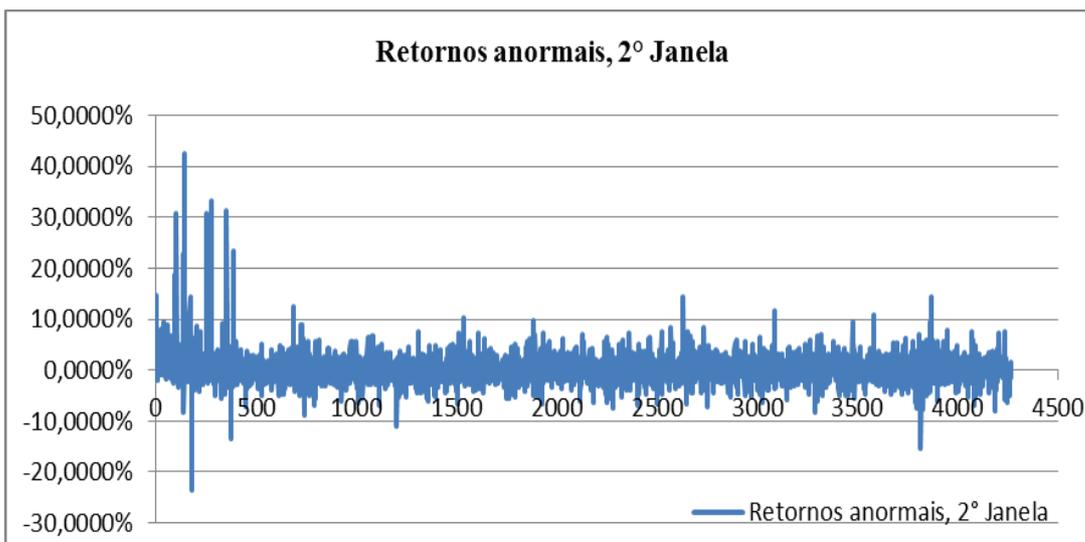


Figura 6: Retornos Anormais, 2ª Janela

4.5.1 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Aumento no percentual de distribuição de proventos

Para a amostra segmentada, trabalhando-se apenas com as empresas que aumentaram seu percentual de distribuição de lucro. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -5 e +5 pregões foram 0,3646%.

4.5.2 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Redução no percentual de distribuição de proventos

Para a amostra segmentada conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que diminuíram seu percentual de distribuição de lucro, ou seja, para as empresas que diminuíram sua política de distribuição de lucros. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -5 e +5 pregões foram 0,1675%.

4.5.3 Retornos anormais médios – 2ª Janela - Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro

Para a amostra segmentada conforme o comportamento de pagamentos de proventos em relação ao ano anterior ao observado, para as empresas que não alteraram

seu percentual de distribuição de lucro, ou seja, para as empresas que mantiveram estável sua política de distribuição de lucros. Os retornos médios encontrados, para uma janela de -5 e +5 pregões foram 0,2797%.

4.5.4 Retornos anormais médios, para uma janela de -5 e +5 pregões, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo

	Aumento no percentual de distribuição de proventos	Redução no percentual de distribuição de proventos	Distribuição de proventos sem alteração
Retornos Médios	0,3646%	0,1675%	0,2797%

Tabela 7: Resumos dos resultados médios, para uma janela de -5 e +5 pregões

Para uma sub-amostra analisada no período de -5 e +5 pregões, com data de anúncio de distribuição de proventos centrada no meio, os resultados encontrados, corroboram em parte com a hipótese de que dividendos transmitem informação. Pois, os achados são de que as empresas que aumentaram sua porcentagem de distribuição de resultados apresentam um retorno médio superior aos demais grupos observados, e as empresas que diminuíram sua porcentagem de distribuição de resultados, tiveram um retorno médio menor que os demais grupos observados, mas também obtendo um retorno positivo. Isto, em princípio, contraria a teoria de que empresas que reduziram sua distribuição de dividendos terão como consequência uma redução no preço da ação, devido ao mercado penalizar este comportamento de reduzir a porcentagem de distribuição de lucros.

Uma hipótese que é possível estabelecer para este comportamento é a possibilidade de os investidores apresentarem uma sobre reação imediata, na data do anúncio da alteração na distribuição de proventos. Nos dias seguintes esta sobre reação é ajustada para uma correta precificação dos ativos, diminuindo a diferença final entre a rentabilidade das empresas com aumento, manutenção ou redução na distribuição de dividendos.

É possível lembrar, também, que as janelas de observação que apanham prazos que vão além da data do anúncio (anteriores e posteriores) buscam captar possíveis

vazamentos de informações ou atraso na interpretação das informações pelo mercado. Outra hipótese para as diferenças na magnitude das diferenças de rentabilidade é que estas diferenças, que são menores nas janelas maiores, possam ser decorrentes de outras informações chegadas ao mercado nestas datas e não devidas à vazamentos de informação ou atraso na interpretação por parte dos investidores.

Reforça-se, no entanto, que os resultados são semelhantes em todas as janelas, desde a data do anúncio e nas diferentes janelas testadas, apenas a magnitude dos mesmos difere. A maior rentabilidade é sempre das empresas que aumentaram a distribuição de dividendos, seguida das empresas que mantiveram sua política inalterada, e, por último, as empresas que reduziram seu percentual de distribuição. Isto pode ser observado na Tabela 8, a seguir.

4.6 Retornos anormais médios, para as diferentes políticas de distribuições de proventos – Resumo

	Aumento no percentual de distribuição de proventos			Redução no percentual de distribuição de proventos			Distribuição de proventos sem alteração		
	Data do anúncio	1ª Janela	2ª Janela	Data do anúncio	1ª Janela	2ª Janela	Data do anúncio	1ª Janela	2ª Janela
Retornos Médios	0,4676%	0,2451%	0,3646%	0,0024%	-0,0766%	0,1675%	0,0394%	0,0280%	0,2797%

Tabela 8: Resumos dos resultados médios

Conforme apresentado na Tabela 8, quando as empresas da amostra aumentaram sua porcentagem de distribuição de lucros, de um ano para o outro, os retornos médios anormais obtidos foram superiores aos demais grupos observado, e as empresas que reduziram sua porcentagem de distribuição de resultados, foram as que tiveram o menor retorno anormal médio, da amostra. Estas conclusões servem para todas as janelas observadas.

Logo estes resultados corroboram a hipótese que dividendos transmitem informação ao mercado, pois o grupo de empresas que aumentou sua porcentagem de distribuição de lucro de um ano para o outro, foi o grupo que obteve os retornos mais expressivos. Isto está de acordo com a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos, que diz que o preço da ação deve subir quando os dividendos são aumentados, caso este aumento leve os investidores a reajustar para cima as suas expectativas de lucro. É o que aqui ocorre.

Nota-se que a melhor média de retorno anormal de 0,4676%, ocorre na data de anúncio para o grupo em que as empresa realizam uma variação para cima do seu percentual de distribuição de lucros, um aumento na porcentagem de distribuição de resultados. E o pior retorno médio anormal de -0,0766% ocorrem na 1ª janela, no grupo em que as empresas reduziram sua porcentagem de distribuição de resultados, de um ano para outro. Os resultados encontrados indicaram que existe relação entre a política de distribuição de lucros e o retorno das ações.

4.7 Teste do tipo ANOVA

Para verificar se os resultados encontrados são significativos entre os diferentes comportamentos observados de pagamentos de proventos, foi aplicado um teste de diferença de médias do tipo ANOVA – Análise de Variância (*One way ANOVA*) – dentro da amostra total para cada grupo de comportamento diferente, utilizando o software *Eviews*.

A hipótese nula, neste teste, é a de que variância dos retornos entre os diferentes grupos de comportamentos é igual para todos, ou seja, que ela não é estaticamente diferente entre os grupos. Este teste se faz necessário para testar a homogeneidade de variância e para verificar se os resultados foram significativos do ponto de vista estatístico.

Foram separados por grupos os diferentes comportamentos observados de distribuição de lucros, em relação à distribuição do ano anterior ao observado, os quais seguem:

C1: Aumento no percentual de distribuição de proventos;

C2: Redução no percentual de distribuição de proventos;

C3: Distribuição de proventos sem alteração de um ano para outro

Foi utilizado um nível de significância de 15%, para rejeitar ou aceitar a hipótese nula que os três comportamentos apresentam variância iguais.

4.7.1 ANOVA – Data do anúncio

Test for Equality of Means Between Series

Date: 04/06/14 Time: 17:53

Sample: 1 163

Included observations: 163

Method	df	Value	Probability
Anova F-test	(2, 385)	2.179646	0.1145
Welch F-test*	(2, 204.155)	2.568528	0.0791

*Test allows for unequal cell variances

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	2	0.001922	0.000961
Within	385	0.169745	0.000441
Total	387	0.171667	0.000444

Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
C3	92	0.000394	0.027509	0.002868
C2	133	2.42E-05	0.019657	0.001704
C1	163	0.004676	0.017547	0.001374
All	388	0.002066	0.021061	0.001069

Figura 7: ANOVA – Data do anúncio

Como é possível observar pelo resultado da estatística F, a hipótese nula pode ser rejeitada com um nível de significância de 15%, considerando-se os resultados do teste clássico. O significado disso é que as três médias podem ser consideradas diferentes.

Estes resultados corroboram a hipótese de que os investidores reconhecem a sinalização emitida pelas empresas ao aumentar seu nível de dividendos.

4.7.2 ANOVA – 1ª Janela

Test for Equality of Means Between Series

Date: 01/04/14 Time: 05:30

Sample: 1 489

Included observations: 489

Method	df	Value	Probability
Anova F-test	(2, 1161)	2.955172	0.0525
Welch F-test*	(2, 625.562)	3.151668	0.0435

*Test allows for unequal cell variances

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	2	0.002953	0.001476
Within	1161	0.580023	0.000500
Total	1163	0.582975	0.000501

Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
C1	489	0.002451	0.019310	0.000873
C2	399	-0.000766	0.021149	0.001059
C3	276	0.002800	0.028287	0.001703
All	1164	0.001431	0.022389	0.000656

Figura 8: ANOVA, 1ª Janela

Como é possível observar pelo resultado da estatística F, a hipótese nula pode ser rejeitada. O significado disso é que as três médias são diferentes. Atinge-se uma significância estatística de cerca de 5%, considerando-se o clássico teste de Anova consistente para a hipótese de variâncias diferentes.

Esses resultados são relevantes porque corroboram a hipótese de que os investidores reconhecem a sinalização emitida pelas empresas ao aumentar ou manter seu nível dividendo, em contraposição àqueles que diminuem este nível.

4.7.3 ANOVA – 2ª Janela

Test for Equality of Means Between Series

Date: 01/04/14 Time: 05:23

Sample: 1 1524

Included observations: 1524

Method	df	Value	Probability
Anova F-test	(2, 3996)	0.592786	0.5528
Welch F-test*	(2, 2273.43)	0.484535	0.6160

*Test allows for unequal cell variances

Analysis of Variance

Source of Variation	df	Sum of Sq.	Mean Sq.
Between	2	0.000769	0.000385
Within	3996	2.592009	0.000649
Total	3998	2.592778	0.000649

Category Statistics

Variable	Count	Mean	Std. Dev.	Std. Err. of Mean
C3	1012	0.002797	0.030393	0.000955
C2	1463	0.001675	0.026607	0.000696
C1	1524	0.002262	0.020227	0.000518
All	3999	0.002183	0.025466	0.000403

Figura 9: ANOVA 2ª Janela

No caso da janela de 11 observações de rentabilidade, (entre -5 e +5 pregões), o teste ANOVA não evidencia diferenças significativas. Este resultado não representa necessariamente um resultado contrário aos anteriores, uma vez que esta janela é utilizada para testar se o mercado brasileiro antecipa resultados e/ou os lê com atraso. Assim, pelo resultado encontrado pode-se afirmar que o mercado reconhece a sinalização enviada pelas empresas em prazos mais curtos, conforme demonstraram os testes que utilizaram apenas a data de anúncio de proventos e a janela entre -1 e +1 dia do anúncio.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo procurou testar a hipótese de que dividendos (neste estudo foram considerados também os proventos na forma de Juros sobre Capital Próprio) transmitem informação, utilizando duas abordagens.

Na primeira abordagem foi testado se variações nas distribuições de resultados sinalizam variações no lucro das organizações. Nesta primeira abordagem foi dada ênfase para os resultados das empresas, foram testadas se as variações na distribuição de resultados (pagamentos de proventos) sinalizam efetivas mudanças no comportamento dos resultados dos anos seguintes a essa alteração. Ou seja, se as empresas utilizam-se da sua distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros.

O resultado encontrado, no limiar do nível de significância mínimo normalmente utilizado em trabalhos científicos, permite estabelecer como indicativo que sim, as empresas brasileiras se utilizam da distribuição de proventos para sinalizar seus resultados futuros ao mercado.

O resultado obtido é capaz de identificar o lucro líquido como fator determinante para alterações nas políticas de pagamentos de proventos das empresas, pois foram encontradas evidências para sustentar esta premissa. Este resultado corrobora a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos. Cabe também registrar que o presente trabalho utilizou como amostra as empresas componentes do Ibovespa. Estas empresas são aquelas com maior liquidez no mercado brasileiro.

É natural supor que estas são acompanhadas pelo mercado de forma muito mais profunda em relação a outras empresas. Assim, a assimetria informacional deve ser menor para este grupo, acompanhado por um número maior de analistas e investidores. Uma sugestão de possível trabalho futuro na área seria a de incorporar mais empresas, com menor liquidez. Neste caso, partindo-se da premissa de que a assimetria informacional deva ser maior, é bastante possível que a sinalização por parte destas seja uma informação ainda mais relevante, o que pode, inclusive, permitir uma consistência ainda maior nos resultados estatísticos.

Na segunda abordagem, foi testado como os investidores interpretam variações nas distribuições de resultados. Foram testados como o mercado se comporta antes e após as empresas alterarem sua política de distribuição de resultados.

Analisou-se como o mercado reage na data de anúncio da distribuição, e em duas janelas adicionais: a primeira compreende as datas -1 e 0 e 1 (3 pregões), e a segunda, compreende as datas -5, 0 e +5 (11 pregões). Isto permite buscar identificar vazamento de informações, atraso na sua interpretação e para verificar a possibilidade de arbitragem na janela de estudo. Os resultados encontrados indicaram que existe relação entre a política de distribuição de lucros e o retorno das ações.

Os resultados encontrados observando somente a data de anúncio de distribuição de lucros, mostra que quando as empresas da amostra aumentaram sua porcentagem de distribuição de lucros, de um ano para o outro, os retornos médios anormais obtidos foram superiores aos demais grupos observado, e as empresas que reduziram sua porcentagem de distribuição de resultados, foram as que tiveram o menor retorno anormal médio, da amostra. Logo estes resultados também corroboram a hipótese de que dividendos transmitem informação ao mercado, pois o grupo de empresas que aumentou sua porcentagem de distribuição de lucro, de um ano para o outro, foi o grupo que obteve os retornos mais expressivos. A significância estatística obtido foi no nível de 10%.

Outros três testes estatísticos foram realizados para duas janelas de tempo, e para a data de anúncio. Analisando o período de -1 e +1 pregões, com data de anúncio de distribuição de proventos centrada no meio, os resultados encontrados, corroboram de uma forma mais forte a hipótese de que dividendos transmitem informação. Aqui os achados foram de que as empresas que aumentaram sua porcentagem de distribuição de resultados apresentam um retorno acumulado superior aos demais grupos observados, e as empresas que diminuíram sua porcentagem de distribuição de resultados, tiveram um retorno acumulado negativo. Este resultado é significativo estatisticamente ao nível de 5%.

Os resultados achados, analisando um período de -5 e +5 pregões, com data de anúncio de distribuição de proventos centrada no meio, corroboram em parte a hipótese de que dividendos transmitem informação. Apesar de, genericamente, os resultados serem os mesmos, não foi encontrada significância estatística para estas diferenças. Ademais, as empresas que diminuíram sua porcentagem de distribuição de resultados também tiveram um retorno anormal positivo, resultado que contraria a teoria. De qualquer forma, os resultados desta janela superior podem, eventualmente, ser atribuídos a outras informações absorvidas pelos investidores.

Para finalizar, entende-se que o presente trabalho contribui para um melhor entendimento sobre o comportamento das empresas brasileiras em relação à teoria da sinalização dos dividendos, bem como da forma como o mercado interpreta esta sinalização. Trabalhos futuros podem buscar ampliar a amostra, incluindo empresas com menor liquidez, maior número de anos, e janelas de prazo mais longas também, de forma a entender se a sinalização dada pelas empresas é consistente em prazos maiores do que o aqui testado, do ano posterior.

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHARONY, J.; SWARY, I. *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholder's returns: an empirical analysis. The Journal of Finance.* 1980.

AKERLOF, G. *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Mechanism. Quaterly Journal of Economics,* 84. p. 488-500. 1970.

ALLEN, F.; MICHAELLY, R. *Payout policy.* SSRN, 2002. Disponível em [htt://ssrn.com/abstract=309589](http://ssrn.com/abstract=309589), acesso em 22/11/2012.

AMBARISH, R., JOHN, K. E WILLIAMS, J. Efficient signaling with dividends and investments, *Journal of Finance*, Vol. 42, n.º 2 .p. 321-343. 1987.

AMIHUD, Y.; MURGIA, M. *Dividend, taxes, and signaling: evidence from Germany. Journal of Finance.* p. 397-408. 1997.

ASQUITH, P. D.W.; MULLINS, J.R. *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. Journal of Business.* p. 77-96. 1983.

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor.** 6º edição, São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A.; AMBROZINI, M. A.; LIMA, F. G. **Dividendos: Teoria e Prática.** Ribeirão Preto: Inside Books, 2007.

ASSAF NETO, A; LIMA, F. G. **Fundamentos de Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 2010.

BATACHARYA, S. *Imperfect information dividend policy, and the bird in hand fallacy. Bell Journal of Economics,* v.10, n. 1, 1979. p. 259-270.

BERNATZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? The Journal of Finance - Papers and Proceedings Fifty-Seventh*

Annual Meeting - American Finance Association, New Orleans, v.52, n.3. p. 1007-1034. 1997.

BLACK, F.; SCHOLLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v.1; n.1; 1974. p. 1-22.

BRASIL. **Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. estabelece um dividendo mínimo obrigatório. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF. Disponível em : http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/110303.htm. Acesso em : 05.11.2012.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF. Disponível em : http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em : 05.11.2012.

BRASIL. **Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Promove modificações na legislação tributária brasileira. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília. Poder Executivo, Brasília, DF. Disponível em : <http://www.receita.fazenda.gov.br/legislacao/leis/ant2001/lei924995.htm>. Acesso em : 05.11.2012.

BRITO, N. O; RIETTI, R. Efeito clientela, Níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso de dividendos no mercado acionário brasileiro. **Revista de administração da universidade de São Paulo**, v. 16, n. 1, p. 33-46, 1981.

BRUNI, A. L., FIRMINO, A., GAMA, A., FAMÁ, R. O Anúncio da Distribuição de Dividendos e Seu Efeito Sobre os Preços das Ações: Um Estudo Empírico no Brasil. **III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 2003, São Paulo, v1. p. 1-20. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos32003/default.asp?con=1>. Acesso em 20.11.2012.

BUENO, A. F. Os dividendos como estratégias de investimentos em ações. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 13, n. 28, p. 39-55, 2002.

CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. *The econometrics of financial markets*. New Jersey: **Princeton University Press**, 1997.

CASTRO, M. L.; FREIRE, H. V. L. A relação entre lucros anormais e dividendos: um estudo empírico das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 5, 2005, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: FEA-USP, 2005. Disponível em: www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/434.pdf similares. Acesso em 26.11.2012.

CHEROBIM, A. P. M. S.; ANDRADE, E. J. P. *The use of dividend policy as an instrument to reduce agency costs in Brazilian capital Market*. Em: **V Encuentro de Finanzas**, 2005. Santiago – Chile.

CIOFFI, P.L. de M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiros. **XIII Seminário em Administração**, setembro de 2010. p. 1-15.

CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. S. F. Distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio versus retorno das ações. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 10, 2010. São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2010. Disponível em: www.congressosp.fipecafi.org/artigos102010/141.pdf. Acesso em 16.11.2012.

COSTA, J. V. M. **O comportamento das ações na data ex-dividendos e o efeito clientela no mercado acionário brasileiro**. 2010, 65f. Dissertação de Mestrado, IBMC. Rio de Janeiro.

DAMODARAM, A. **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**. 2ª edição, Porto Alegre: Bookman, 2004.

DE ANGELO, H., DEANGELO, L. E SKINNER, D. Special dividends and the evolution of dividend signaling, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, 2000. p. 309-354.

DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda e STULZ, Rene, M. *Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory*, 2004. <http://ssrn.com/abstract=766086>.

DÉCOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2009. p. 1-138.

DÉCOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Finanças (online)**, Rio de Janeiro. v. 10. n° 4. pg. 461-498. 2012.

DÉCOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L.; PIETRO NETO, J. As variações nas distribuições dos proventos em dinheiro sinalizam variações nos lucros futuros? In: **encontro nacional da associação nacional dos programas de pós-graduação em administração**, 31, 2007, Rio de Janeiro. Anais eletrônicos. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. Disponível em: http://www.anpad.org.br/trabalho_popup.php?cod_edicao_trabalho=7411. Acesso em 19.11.2012.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; BLAKE, C. R. *Marginal Stockholder Tax Effects and Ex-dividend Day Behavior – Thirty-Two Years Later*, **Working paper**. Oct. 2002. Disponível em: < <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>>. Acesso em: 05.11.2012.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J.; RENTZLER, J. *A simple examination of the empirical relationship between dividend yield and deviations from the CAPM*. **Journal of Banking and Finance**. v. 7; n. 1; 1983. p. 135 – 146.

ELTON, E.; GRUBER, M. *Marginal stockholder tax rates and the clientele effect*. **Review of Economics and Statistics** 52, 68-74, 1970.

FAMA, E.F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. The Journal of Finance. Cambridge.* v. XXV, p.383-417. 1970.

FAMA, E.F. *Efficient capital markets: II. The Journal of Finance. Cambridge.* v. XLVI, n. 5. p.1575-1618. 1991.

FIGUEIREDO, A. C. O conteúdo informativo de dividendos: evidências no Brasil. In: Encontro Brasileiro De Finanças, 2, 2002, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos. Rio de Janeiro:** SBFIN, 2002. Disponível em: <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2002>. Acesso em 3.12.2012.

FIORATI, A. R. S.; GARCIA S. G.; TAMBOSI FILHO, E. Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Um estudo no mercado brasileiro 1999-2004. In: **Encontro Nacional Da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação Em Administração**, 31, 2007, Rio de Janeiro. Anais eletrônicos. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. Disponível em: http://www.anpad.org.br/trabalho_popup.php?cod_edicao_trabalho=7395. Acesso em 29.11.2012.

FREIRE, H. V. L.; LIMA, I. S. O comportamento dos dividendos versus lucros anormais. In: **encontro nacional da associação nacional dos programas de pós-graduação em administração**, 27, 2005, Brasília. Anais eletrônicos. Brasília: ANPAD, 2005. Disponível em: http://www.anpad.org.br/trabalho_popup.php?cod_edicao_trabalho=1696. Acesso em 11.11.2012.

FREIRE, H. V. L.; ZATTA, F. N.; DALMÁCIO, F. Z.; LOUZADA, L. C.; NOSSA, V. Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 39, p. 47-67, 2005.

GIL, A. C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6ª edição, São Paulo: Editora Atlas S. A. 2008.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 1997.

GONZAGA, R. P; COSTA, F. M. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 50, 2009. p. 95-109.

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

GORDON, M. J. *Optimal investment and financing policy*. *Journal of Finance*, v. 28, n° 2, p. 264-272, 1963.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni e SWAMINATHAN, Bhaskaran. *Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?* *Journal of Business*, v. 75, 2002. p. 387-424.

HANSEM, R.;KUMAR, R.; SHOME, D. K. *Dividend policy and corporate monitoring: evidence from the electric utility industry*. *Financial Management*, 1994.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial economics*. v.21. p. 149-175. 1988.

HEINEBERG, R. PROCIANOY, J.L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. **XXVII Enanpad**. Rio de Janeiro/RJ. ANPAD. 2003.

HOLLANDA, A. P; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: Evidências no mercado brasileiro. *Revista de administração de empresas*, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.

IQUIAPAZA, R. A; LAMOUNIER. W. M; AMARAL. H. F. Assimetria de informação e pagamentos de dividendos na Bovespa. *Adv sic. appl. Account*. 1. pg. (1-15). 2008.

JENSEN, M. C. *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*. v.76, n. 2, 1986.

JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal o Financial Economics*, v.3, n.4,1976. p. 305-360.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. *Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium. Journal of Finance*, v. 40, 1985. p. 1053-1070.

KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados no período pós pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 4, 2004, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org>. Acesso em 16.11.2012.

KWAN, C. Efficient Market Tests of the Informational Content of Dividend Announcements: Critique and Extension, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. v. 16, n.º 2, 1981.p. 193-206.

LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES. F.; SHLEIFER. A.;VISHNY. R. W. *Agency problems and dividend policies around the world. Journal of Finance*, v. 55 n.1. 2000. p. 1–33.

LEITE, S. M. **Sinalização dos Dividendos Evidencias Empírica na Europa**, Universidade de Aveiro. 2011. p. 1-73

LINTNER, J. *Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earning, and Taxes. American Economic Review*, v. 46 p. 97-113, 1956.

LINTNER, J. *Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. Review of Economics and Statistics*, v. 44, p. 243-269, 1962.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. “*The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and Empirical Evidence*”. ***Journal of Financial Economics***. v. 7, p. 163 – 195, 1979.

LONKANI, R. E RATCHUSANTI, S. *Complete Dividend Signal, Working Paper*. 2007. Acesso in: http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf.

LOSS, L., NETO, A. S. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: Estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na BOBESPA. **Revista de Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, v.17, n. 40, 2006. p. 52 – 66.

LOSS, L.; NETTO, A. S. Política de dividendos na prática, é importante? **Revista de Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, Edição comemorativa. 2003. p. 39-53.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista de Contabilidade e Finanças- USP**, São Paulo, edição comemorativa, outubro, 2003. p. 39-53.

MARTINS, F. A. D. **Dividendos e Prejuízos: a Evidência Mediterrânea**, Faculdade de Economia Universidade do Porto. 2009. p. 1-96.

MICHAELY, R. *Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 tax reform act*. **The Journal of Finance**, v.46. p. 845-859. 1991.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. *Dividend policy, growth and the valuation of shares*. **Journal of Business of the University of Chicago**. Chicago, v.34, n° 4, p. 411 – 433, 1961.

MILLER, M. H.; ROCK, K. *Dividend Policy under Asymmetric Information*. **Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, September 1985.

MILLER, M. H.; SCHOLLES, M. S. *Dividends and taxes*. **Journal of Financial Economics**, 1978. p. 333 – 366.

MILLER, M. H.; SCHOLLES, M. S. *Dividends and taxes: some empirical evidences. Journal of Political Economy*. v. 90; n. 6; 1982. p. 1118 - 1141.

NESS JR. W.; ZANI. J.; Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista da Administração**, v. 36; n. 2; 2001. p. 89-102.

NISSIM, D.; ZIV, A. Dividend changes and future profitability. **The journal of Finance**, v. 56, n. 6. 2001.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 7, 2007, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <http://www.congressousp.fipecafi.org>. Acesso em 6.11.2012.

NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração**, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.

PAIVA, J.; LIMA, Á. V. A influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. In: **Encontro Da Sociedade Brasileira De Finanças**, 1. 2001, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2001. Disponível em: <http://www.sbfm.org.br/>. Acesso em: 17/11/2012.

PARTINGTON, G. H. *Dividend Policy and its Relationship to investment and Financing Policies: empirical evidence. Journal of Bussiness Finance and Accounting*. v. 12. pg. 521 – 542. 1985.

PEROBELLI, F.; ZANINI, A.; SANTOS, A. Pagamentos de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo *kohonem Maps*. **RAE- Revista de administração de Empresas**. São Paulo, v. 49, n. 2, 2009. p. 132 – 146.

PETIT, R. *Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. The Journal of Finance*, v. 27, n. 5. p. 993-1007. 1972.

PIETRO NETO, J; GALLI, O. C; DÉCOURT, R. F. Proventos – A teoria da sinalização: Variações de mercado. R. Adm. **FACES Journal Belo Horizonte**. v. 11. p. 150-168. 2011.

PROCIANOY, J. L. A Política de Dividendos e o Preço das Ações. Gestão de investimento e fundos, 2006, Rio de Janeiro: **Financeiro Consultoria**. p. 139-164, 2006.

PROCIANOY, J. L. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, v.31, n. 2, 1996. p. 7-18.

PROCIANOY, J. L.; MOREIRA, L. F. *Open Market Stock Repurchases at São Paulo Stock Exchange - BOVESPA*. Em: **Harvey Arbeláez; Reid William Click**. (Org.). *Latin American Financial Markets: Developments in Financial Innovations*. 1 ed. Oxford: **ELSEVIER**, 2004, v. 5, p. 345-363.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A Política de Dividendos Como Geradora de Economia Fiscal e do Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Proposta Criativa. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 33, n°4, p. 6-15, 1993.

PROCIANOY, J. L.; VIEIRA, K. M. Reação dos Investidores a Bonificações e Desdobramentos: O Caso Brasileiro. RAC. **Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 7, n. 2, p. 9-33, 2003.

PROCIANOY, J.L; VERDI, R. S. Dividend clientele, new insights, and new questions: the Brazilian case. **RAE-eletrônica**, v. 8 n. 1, 2009. Disponível em <http://rae.fgv.br/rae-eletronica/vol8-num1-2009/divided-clientele-new-insights-and-new-questions-razilian-case>. Acesso em 05.11.2012.

PROCIANOY, J.L; VERDI, R. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v.1, n. 2, p. 217-242, 2003.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira: Corporate Finance**. 2ª edição, São Paulo: Atlas, 2011.

ROSS, S. *The determination of financial structure: the incentive signaling approach*. **Bell Journal of Economics**, p. 23-40, Spring 1977.

SAITO, R. *Share Repurchase Mechanisms and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil*. In: **Encontro Anual da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração**, 2001. Anais. Campinas: ANPAD, 2001.

SALSA, R. C. L. M. Política de Dividendos e Ciclo de Vida das Empresas. **Encontros Científicos- Tourism & Management Studies**. N. 6. 2010.

SANTOS, A. G.; FIRMINO, A. L.; BRUNI, A.; MATSUMOTO, A. S. O comportamento dos preços das ações nos dias ex-dividendos e ex-juros sobre capital próprio na bolsa de valores de São Paulo. In: **Encontro Brasileiro de Finanças**, 4, 2004, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: SBFIN, 2004. Disponível em: <http://www.sbfm.org.br/>. Acesso em: 17/11/2012.

SANVICENTE, A. Z. **Administração Financeira**. São Paulo: atlas, 1997.

SCHIOZER, R. F.; FORTI, C. A. B. *Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors*. Fundação Getulio Vargas Escola de Administração de Empresas de São Paulo. São Paulo. 2012.

SHIRVANI, H.; WILBRATTE, B. An empirical investigation of asymmetric behavior in corporate dividend policy. **Economic Inquiry**. Huntington Beach, oct. 1997.

SILVA S. M. B. *The influence of agency costs on the dividend policy of Brazilian listed companies*. Anais do **XXVII ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2003. p. 1-16

SILVA, R. O. R. C. **Mudanças dos dividendos e a persistência dos lucros: uma análise do conteúdo informacional**. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. 2008. p. 1-119.

SPENCE, M. Job Market Signaling. **Quartely Journal of Economics**, 87, 1973. p. 355-374.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 12º edição, São Paulo: Editora Atlas. 2010.

VIEIRA, E. E RAPOSO, C. Signaling with dividends? The signaling effects of dividend change announcements: New evidence from Europe, **Working Paper**. 2007. Acesso in: <http://ssrn.com/abstract=955768>.

VIERA, K.; BECKER, J.L. Modelagem de equações estruturais aplicadas à *Splits*: integrando as hipóteses de sinalização, liquidez e nível ótimo de preços. Em: **XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisas em administração**, 2007. Rio de Janeiro. Anais XXXI ENANPAD, 2007.

WATTS, R. The Information Content of Dividends. **The Journal of Business**, Chicago, v.46, n.2. p. 191-211. 1973.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. **Fundamentos da Administração Financeira**. 10º edição, São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.

WICKBOLDT, L. A. **A Crise Financeira Mundial de 2008 e seu impacto na Política de Dividendos das companhias Brasileiras**. Universidade do Vale do Rios do Sinos. São Leopoldo-Rs. p. 1 – 164. 2011.

YILMAZ, A. E SELCUK, E. Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange, **International Journal of Economics and Finance**, v. 3, nº3, 2010. p. 126-132.