

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC - SP**

ROMULO OLINDO RIGON COIMBRA E SILVA

**MUDANÇAS DOS DIVIDENDOS E A PERSISTÊNCIA DOS LUCROS:
UMA ANÁLISE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL**

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

SÃO PAULO
2008

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC - SP**

ROMULO OLINDO RIGON COIMBRA E SILVA

**MUDANÇAS DOS DIVIDENDOS E A PERSISTÊNCIA DOS LUCROS:
UMA ANÁLISE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Administração, sob orientação do Professor Doutor José Odílio dos Santos.

MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO

**SÃO PAULO
2008**

Banca Examinadora

*Dedicado aos meus pais Ricardo Coimbra da Silva
e Maria Assunta Cassal Rigon Silva*

Agradecimentos

A conclusão deste trabalho se deve a um número especial de colaboradores que contribuíram de forma significativa, direta ou indiretamente, em cada parte apresentada ao longo do texto. Agradeço muito a todos, pois aqui se consolidam as contribuições de cada um de vocês.

Agradeço aos meus pais Ricardo Coimbra da Silva e Maria Assunta Cassal Rigon Silva, por todo suporte, apoio e incentivo durante a execução do curso de mestrado e redação deste trabalho.

Agradeço ao meu orientador Professor Doutor José Odílio dos Santos, pelo conhecimento aportado e por me guiar ao longo da execução desta dissertação.

Agradeço ao Professor Doutor Rubéns Famá, pelos ensinamentos fornecidos durante a execução do curso de mestrado e pelas recomendações fornecidas para este trabalho.

Agradeço ao Professor Doutor José Roberto Securato, pelas recomendações fornecidas durante a concepção desta pesquisa.

Agradeço ao meu irmão Bruno Rigon Coimbra e Silva e à minha irmã Giovanna Rigon Coimbra e Silva, pela compreensão e pela paciência durante as minhas horas dedicadas aos estudos.

Agradeço à minha namorada Carla Normilio da Silva, pelo apoio integral e incentivo total durante toda a execução do curso de mestrado.

Agradeço ao meu amigo Felipe de Souza Nogueira, pelas dicas e contribuições para este e para outros trabalhos elaborados durante o curso de mestrado.

Agradeço aos meus chefes Fernando Aguirre e Pieter van Dijk pelo incentivo e apoio durante a realização do curso.

Agradeço a Srta. Rita de Cássia, da secretaria do mestrado em administração, por todo suporte e apoio fornecido ao longo do curso.

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo principal verificar se é possível capturar conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto, ocorridas no mercado de capitais brasileiro, entre o período de 2000 e 2006. Buscou-se verificar se o sinal e a magnitude das mudanças de dividendos são reconhecidos pelo mercado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes de lucros. Adicionalmente, buscou-se verificar se o mercado utiliza mudanças de dividendos como conteúdo informacional sobre a lucratividade futura da empresa. Os resultados demonstram que mudanças de dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como conteúdo informacional relacionado à persistência ou à não persistência das mudanças precedentes dos lucros. O sinal das mudanças de dividendos também não é interpretado como conteúdo informacional sobre a persistência ou a não persistência das mudanças precedentes dos lucros. A magnitude das mudanças de dividendos não é reconhecida pelo mercado como conteúdo informacional referente à persistência ou à não persistência das mudanças precedentes de lucros. Além disso, o mercado não utiliza mudanças de dividendos como fonte de informação acerca da lucratividade futura da empresa.

Palavras-chave: política de dividendos, conteúdo informacional e mercado de capitais.

ABSTRACT

This research had the main purpose to verify whether is possible to capture informational content of changes in dividends preceded by earnings changes with same sign and with opposite sign, in the brazilian capital market, between 2000 through 2006. The research has tried to verify whether the sign and the magnitude of changes in dividends are recognized by the market as an informational content regarding the persistence or not persistence of past earnings changes. Additionally, this study has tried to investigate whether the market use changes in dividends as an informational content concerning future profitability of the company. According to the results, changes in dividends are not interpreted by the brazilian capital market as informational content regarding the persistence or not persistence of past earnings changes. The sign of changes in dividends is not interpreted as an informational content regarding the persistence or not persistence of past earnings changes. The magnitude of changes in dividends is not interpreted as informational content regarding the persistence or not persistence of past earnings changes. Furthermore, the market does not use changes in dividends as information concerning future profitability of the company.

Key-words: dividend policy, informational content and capital market.

LISTA DE FIGURAS

Figura 01: Relação entre o retorno esperado e o desvio-padrão do retorno de uma carteira com ativos livres de risco e ativos com risco.	11
Figura 02: Ilustração da relação do modelo apresentado na equação (12) referente ao teste da Hipótese 1.	59
Figura 03: Ilustração da relação do modelo apresentado na equação (13) referente ao teste da Hipótese 2.	62
Figura 04: Ilustração da relação do modelo apresentado na equação (12) referente ao teste da Hipótese 4.	65
Figura 05: Ilustração da relação do modelo apresentado na equação (13) referente ao teste da Hipótese 5.	67
Figura 06: Ilustração para cálculo do $CAR_{t,i}$	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 01: Critério para a primeira segmentação da amostra.	57
Tabela 02: Critério para a segunda segmentação da amostra.....	57
Tabela 03: Distribuição de lucros de janeiro de 1996 à novembro de 2007.	74
Tabela 04: Periodicidades dos anúncios de dividendos.	75
Tabela 05: Quantidade e percentual de anúncios por periodicidade.	76
Tabela 06: Lista de empresas referentes às observações da amostra.	77
Tabela 07: Comportamento das mudanças de lucros e de dividendos – amostra total.	79
Tabela 08: Mudanças de lucros versus mudanças de dividendos – amostra total.....	80
Tabela 09: Comportamento das mudanças de lucros e de dividendos – primeira segmentação da amostra.	81
Tabela 10: Comportamento das mudanças de lucros e de dividendos – segunda segmentação da amostra.	82
Tabela 11: Aplicação do modelo de regressão (12) – primeira segmentação da amostra.	84
Tabela 12: Aplicação do modelo de regressão (13) – primeira segmentação da amostra.	86
Tabela 13: Aplicação do modelo de regressão (14) – primeira segmentação da amostra.	88
Tabela 14: Aplicação do modelo de regressão (12) – segunda segmentação da amostra.	90
Tabela 15: Aplicação do modelo de regressão (13) – segunda segmentação da amostra.	92
Tabela 16: Aplicação do modelo de regressão (14) – segunda segmentação da amostra.	94

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 01: Perfil anual da distribuição de lucros.....	75
---	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	1
1.1	Definição do problema	1
1.2	Objetivos.....	2
1.3	Justificativa.....	3
1.4	Metodologia de pesquisa	4
1.5	Estruturação da pesquisa	5
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	7
2.1	Pressupostos para investimentos em ações.....	7
2.1.1	Análise de investimentos	7
2.1.2	Processo de avaliação de ações	12
2.2	Teoria sobre a política de dividendos.....	16
2.2.1	Conceitos sobre política de dividendos	17
2.2.2	Teoria sobre o efeito da política de dividendos.....	21
2.3	Estudos empíricos sobre a política de dividendos.....	29
2.3.1	Estudos empíricos internacionais sobre conteúdo informacional da política de dividendos.....	30
2.3.1.1	Aharony e Swary	30
2.3.1.2	Healy e Palepu	31
2.3.1.3	Sant e Cowan	32
2.3.1.4	Benartzi, Michaely, e Thaler	34
2.3.1.5	Baker e Powell.....	35
2.3.1.6	Guay e Harford	35
2.3.1.7	Nissim e Ziv	37
2.3.1.8	Koch e Sun	38
2.3.2	Estudos empíricos nacionais sobre a política de dividendos e o valor da empresa.....	39
2.3.2.1	Speranzini	39
2.3.2.2	Bueno.....	40
2.3.2.3	Bruni, Firmino, Famá e Gama	41
3	DIVIDENDOS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	43
3.1	Legislação societária brasileira.....	43
3.2	Aspectos fiscais da política de dividendos	46
4	METODOLOGIA.....	50
4.1	Método.....	50
4.2	Hipóteses	51
4.3	Seleção da amostra	55
4.4	Segmentação da amostra	56
4.5	Método de análise para a primeira segmentação da amostra.....	57
4.6	Método de análise para a segunda segmentação da amostra.....	64
4.7	Variáveis.....	68
4.8	Limitações	71
5	PESQUISA E RESULTADOS.....	73
5.1	Aspectos da população	73
5.1.1	Composição da distribuição de lucros.....	73
5.1.2	Periodicidade dos pagamentos.....	75
5.2	Descrição da amostra.....	76

5.2.1 Descrição geral da amostra.....	77
5.2.2 Descrição da primeira segmentação da amostra.....	80
5.2.3 Descrição da segunda segmentação da amostra.....	82
5.3 Resultados dos modelos testados: primeira segmentação da amostra.....	83
5.4 Resultados dos modelos testados: segunda segmentação da amostra.....	89
5.5 Recomendações de pesquisas futuras.....	95
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	97
BIBLIOGRAFIA.....	102

1 INTRODUÇÃO

1.1 Definição do problema

A partir de estudos e debates acerca da política de dividendos, este trabalho surge com o propósito de contribuição ao arcabouço da teoria de finanças, a qual possui, como um de seus marcos iniciais, o modelo de Lintner (1956), que examinou os padrões de distribuição de lucros pelas empresas e concluiu que os gestores financeiros possuem alguma proporção desejada entre lucro e dividendos, para um período de longo prazo. Evidência corroborada posteriormente por Shirvani e Wilbratte (1997). O autor também observou que os administradores tendem a suavizar as alterações do nível de dividendos em relação às alterações no nível de lucros, assim como tendem a elevar os níveis dos dividendos somente se sentirem confortáveis sobre os resultados futuros da empresa.

A relação entre o valor da empresa e a sua política de dividendos vem sendo constantemente debatida desde o clássico artigo de Miller e Modigliani (1961), o qual defendeu a irrelevância da política de dividendos para o valor da empresa em um mercado perfeito. Até a data de publicação, a teoria que predominava era a chamada *bird in the hand*, que argumenta a favor dos dividendos como forma de valorização da empresa. Desde então, estabeleceram-se três correntes acadêmicas acerca do assunto; à direita existe um grupo conservador que acredita que um aumento nos dividendos eleva o valor da empresa; à esquerda existe um grupo radical que acredita que um aumento dos pagamentos de dividendos reduz o valor da empresa; e no centro existe um grupo intermediário que defende a irrelevância da política de dividendos.

Miller e Modigliani (*op.cit.*), partidários da corrente centrista, argumentam que a elevação do preço das ações, após um aumento nos dividendos, não ocorreria pelo fato dos investidores aprovarem a elevação na distribuição dos lucros. A

explicação dos autores é que os dividendos possuem um conteúdo informacional. Como as empresas seguem o modelo de Lintner (1956), os investidores interpretariam mudanças inesperadas nos níveis de dividendos como uma mudança da perspectiva dos administradores sobre os resultados futuros da empresa.

Koch e Sun (2004) publicaram um estudo cujo objetivo foi examinar o conteúdo informacional das mudanças de dividendos. Os autores examinaram se o mercado norte-americano interpreta mudanças de dividendos como um sinal de persistência das mudanças passadas dos lucros. Analisaram empiricamente se alterações de dividendos causaram reações dos investidores quanto à avaliação sobre a persistência de mudanças precedentes dos lucros. Os resultados confirmaram a hipótese de que mudanças nos dividendos implicaram revisões nas expectativas dos investidores quanto à persistência das mudanças passadas dos lucros. Adicionalmente, os autores chegaram à conclusão de que esse efeito varia de acordo com a magnitude e com o sinal da mudança nos dividendos. Baseado no estudo de Koch e Sun (*op.cit.*), o problema fundamental desta pesquisa consiste em capturar o conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças de lucros de mesmo sinal e de sinal oposto.

1.2 Objetivos

O presente trabalho tem como objetivo geral verificar se é possível capturar conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto, ocorridas no mercado de capitais brasileiro, entre o período de 2000 e 2006. Testar-se-á empiricamente se o mercado interpreta mudanças nos dividendos como informações sobre a persistência ou não persistência das mudanças precedentes dos lucros. Ainda, de forma mais específica, o trabalho objetiva:

a) verificar se o sinal das mudanças de dividendos é reconhecido pelo mercado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes de lucros;

b) verificar se a magnitude das mudanças de dividendos é reconhecida pelo mercado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes de lucros.

1.3 Justificativa

O arcabouço teórico sobre a política de dividendos vem sendo construído desde a década de 60, por meio do debate sobre a relação entre o valor da empresa e os níveis de distribuição de lucros. O debate centrou-se predominantemente entre as três principais correntes de pensamento sobre o tema. Entretanto, na década de 70 questões derivadas desse debate passaram a representar um papel importante na teoria sobre a política de dividendos. Dentre elas, pode-se citar o conteúdo informacional, o efeito clientela e o impacto da política de dividendos na relação de agência. Pesquisas com enfoque nesses assuntos são constante e atualmente publicadas por diversos autores em relevantes periódicos internacionais, conforme explicitado na fundamentação teórica.

Ross *et al.* (2002, p. 415) classifica como fascinante o estudo do conteúdo informacional dos dividendos, por representar um exercício mental. Após o levantamento da bibliografia sobre o assunto, verificou-se a presença de estudos atuais que corroboram e que negam esta hipótese, o que demonstra que o debate teórico encontra-se aberto a novas considerações. Além disso, verificou-se que esse assunto é predominantemente explorado no cenário internacional e pouco explorado nacionalmente, fato que demanda o desenvolvimento de trabalhos científicos sobre este assunto, voltado ao mercado de capitais brasileiro, o que justifica a realização desta pesquisa.

Estratégias de investimentos em ações baseadas na política de dividendos são de interesse acadêmico, assim como de interesse profissional e pessoal. Ressalta-se que o estudo da política de dividendos é objeto de estudo de Administração, Contabilidade, Economia e Direito, e faz parte do interesse de administradores de carteiras, investidores institucionais, analistas do mercado de capitais e investidores individuais.

1.4 Metodologia de pesquisa

Para a realização dos testes, com vistas à verificação da hipótese de conteúdo informacional da política de dividendos, busca-se analisar empiricamente a relação entre as mudanças precedentes nos lucros e o sinal das mudanças de dividendos. A análise proposta fundamenta-se nos dados públicos disponibilizados pela Bolsa de Valores de São Paulo. A metodologia adotada para realização do trabalho consiste em uma análise estatística de dados sobre relação de variáveis quantitativas e qualitativas.

A análise de dados foi realizada com base em modelos de regressão múltipla, na qual uma variável-resposta y não depende apenas de uma, mas de p variáveis explanatórias (MOORE & MCCABE, 2002, p. 392). A variável-resposta estabelecida para as análises empíricas realizadas neste estudo será baseada no retorno anormal acumulado obtido pelas ações das empresas em torno da data de publicação de pagamento de dividendos.

Seguindo a metodologia utilizada por Koch e Sun (2004), obedecendo à realidade do mercado de capitais brasileiro, serão elaborados modelos de regressões múltiplas, inicialmente, compostos por variáveis quantitativas e, posteriormente, compostos por variáveis quantitativas e qualitativas. No início, o modelo de regressão composto por variáveis quantitativas considerará, como variáveis explanatórias, a mudança dos lucros precedente ao anúncio da mudança de dividendos, assim como as mudanças de lucros ocorridas posteriormente ao anúncio da mudança de dividendos.

As variáveis qualitativas a serem agregadas aos modelos de regressão estão relacionadas ao sinal das mudanças precedentes dos lucros e ao sinal das mudanças nos dividendos. A metodologia utilizada também contempla a análise de variáveis qualitativas referentes à magnitude das mudanças nos dividendos.

Em suma, a metodologia proposta baseia-se, predominantemente, em análises de variáveis quantitativas, por meio da utilização de modelos estatísticos criados a partir de regressões múltiplas, cujos objetivos consistem em verificar se mudanças ocorridas nos pagamentos de dividendos são interpretados como um sinal – refletido no retorno anormal acumulado das ações em torno do anúncio do dividendo – de que as mudanças nos lucros ocorridas no passado tendem a persistir ou a não persistir. Adicionalmente, a metodologia prevê a inclusão de variáveis qualitativas nos modelos de regressão múltiplas, no intuito de verificar como o sinal (positivo ou negativo) das mudanças de dividendos é interpretado pelo mercado; assim como verificar como a magnitude da mudança de dividendos é interpretada pelo mercado de capitais brasileiro.

1.5 Estruturação da pesquisa

Esta dissertação está assim organizada: **Introdução**, em que se encontram o problema de pesquisa, os objetivos, a justificativa e a metodologia utilizada. Capítulo II, **Fundamentação Teórica**, em que se discutem assuntos tais como a análise de investimentos, o processo de avaliação de ações e a teoria sobre a política de dividendos. Capítulo III, em que se discutem **Os Dividendos no Mercado de Capitais Brasileiro**, com abordagem sobre a legislação societária brasileira e os aspectos fiscais da política de dividendos. Capítulo IV, em que se trabalha a metodologia utilizada na pesquisa, tais como o método, as hipóteses, a seleção da amostra, a segmentação da amostra, os métodos de análise, as variáveis e as limitações. Capítulo V, **Pesquisa e Resultados**, em que são apresentados os aspectos da população, a descrição da amostra, os resultados dos modelos testados e

recomendações para pesquisas futuras. Em seguida, encontram-se as **Considerações Finais**, com a recuperação dos objetivos e hipóteses frente aos resultados obtidos. Por fim, disponibilizam-se as **Referências**.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Pressupostos para investimentos em ações

O principal objetivo deste capítulo consiste em apresentar os pressupostos e os conceitos da teoria de finanças que sustentam os processos de avaliação de investimentos e de avaliação de ações. Para que este objetivo seja atingido, o trabalho aborda o desenvolvimento da teoria de finanças que resultou no arcabouço dos principais conceitos referentes à análise de investimentos. Discorre-se brevemente sobre o processo de avaliação de empresas e sobre o processo de avaliação de ações. Espera-se, com esta seção do trabalho, fornecer sustentação teórica ao processo de avaliação de investimentos e ao processo de avaliação de ações, os quais estão diretamente relacionados à política de dividendos, já que esta é intrinsecamente correlacionada à geração de fluxos de caixa, assim como à decisão quanto à aplicação destes recursos.

2.1.1 Análise de investimentos

As empresas são mecanismos pelos quais muitos investidores podem reunir seus recursos e realizar projetos de escala cada vez maior. Portanto, as decisões e investimentos da empresa terão impactos diretos para aqueles indivíduos que possuem recursos investidos em ativos que compõem o montante total de seu capital próprio. As empresas possuem a possibilidade de emitir ações no mercado de capitais, que por sua vez conferem aos acionistas direito de participarem de seus fluxos de caixa futuros na forma de dividendos ou pelo aumento do valor da empresa e, conseqüentemente, das ações pertencentes aos investidores.

O gestor financeiro deve atuar como intermediário entre a atividade operacional da empresa e os mercados de capitais, nos quais as ações emitidas pela empresa são negociadas (BREALEY & MEYERS, 1992, p. 3). O papel do gestor

financeiro consiste em definir o fluxo monetário dos investidores para a empresa, assim como retorno aos investidores por meio da atividade operacional da empresa. As decisões de investimentos tomadas pelos gestores financeiros devem estar refletidas em um orçamento de capital, que na definição de Brigham *et al.* (2001, p. 420), consiste em um plano detalhado contendo as entradas e saídas de recursos projetadas para um determinado período futuro. Dessa forma, o processo de orçamento de capital é o processo de análise de projetos de investimentos e a decisão sobre quais projetos deverão compor o orçamento de capital da empresa.

O processo de orçamento de capital requer que o gestor financeiro decida a favor de investimentos em ativos que valham mais do que custam. Nesse sentido, as empresas devem buscar investir em projetos que gerem valor e, conseqüentemente, sejam refletidos na elevação dos preços de suas ações, assim como na elevação do lucro a ser distribuído na forma de dividendos. Adicionalmente, as empresas devem se atentar para busca de investimentos que compensem os investidores pelo risco de seu negócio e, portanto, devem almejar projetos que possuam perspectivas de retornos que superem a taxa de juros de equilíbrio de mercado.

A teoria de finanças apresenta como principal critério para análise de investimentos, o valor presente líquido de projetos. A realização de projetos com valor presente líquido positivo eleva o valor das participações dos acionistas na empresa. Dessa maneira, os acionistas concordariam com a incorporação, no orçamento de capital, de projetos com valor presente líquido positivo, ou seja, decisões de investimentos que, em um determinado período de tempo, gerem fluxos de caixa superiores a aplicações à taxa livre de risco. Entretanto, ressalta-se que os indivíduos, devido às suas preferências intertemporais de consumo, poderiam discordar de decisões baseadas no critério de valor presente líquido e, que mesmo sendo o critério de decisão adotado pelos gestores financeiros das empresas, os preços de suas ações estariam suscetíveis à desvalorização (ROSS *et al.*, 2002, p. 69).

O critério de valor presente líquido apresentado até o momento baseia-se na diferença entre o retorno esperado do projeto de investimento e o retorno esperado

em aplicações à taxa básica de juros. Os retornos de projetos de investimentos são estimados e, portanto, não há certeza quanto ao fluxo de caixa futuro. Dessa maneira, deve-se invocar um dos conceitos fundamentais de finanças: o risco. Ao optar por investir em ações de uma empresa, cujos fluxos de caixa de seus investimentos se baseiam na incerteza, os investidores avaliam o nível de risco que estão dispostos a tolerar para obter um retorno esperado acima de investimentos livre de risco. Ao investirem em ações de uma determinada empresa, os investidores realizarão a comparação entre o retorno esperado e o retorno de aplicações em títulos livres de risco. O excedente entre o retorno esperado pelas ações e a taxa de juros livre de risco é denominado prêmio pelo risco, medida que deverá influenciar a decisão do investidor, já que ele apenas optará por aplicar em ativos arriscados se houver alguma compensação em seu fluxo de caixa.

O investidor poderá optar por aplicar em títulos emitidos pelo governo ou em títulos emitidos pelo setor privado, representado pelas empresas. Os títulos do governo são os investimentos mais seguros em que um investidor pode aplicar, tendo em vista a inexistência do risco de insolvência governamental e, conseqüentemente, a impossibilidade das obrigações estabelecidas não serem salgadas. Enquanto os títulos públicos têm sua rentabilidade atrelada à taxa de juros da economia, descontada a inflação, os títulos privados têm sua remuneração relacionada às decisões de investimentos das empresas. Devido a esta circunstância, o investidor que opta por aplicar em títulos do setor privado, assume diretamente uma parte do risco da empresa.

Ao construir uma carteira diversificada, o investidor deve avaliar a contribuição de cada título ao retorno esperado e ao nível de risco da carteira. Uma carteira diversificada pode permitir a redução de sua volatilidade ao passo que ativos com diferentes características vão fazendo parte de sua composição. A diversificação de ativos em uma carteira exerce controle sobre seu nível de risco, devido ao fato de os retornos dos ativos variarem de forma diferente.

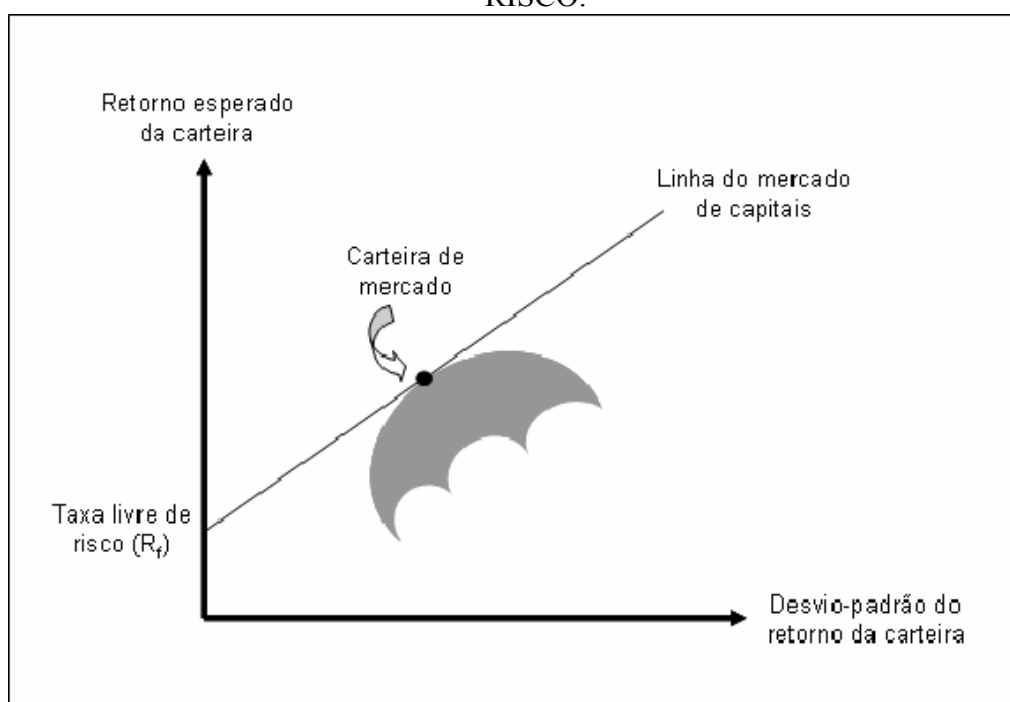
Markowitz (1952) estabeleceu a fronteira eficiente para carteiras contendo ativos com risco, a qual estabelecia em uma curva as mais eficientes

formadas por meio da combinação de ativos com diferentes retornos esperados e diferentes desvios-padrão. Esta teoria demonstrou que a elevação da diversificação da carteira de ativos seria proporcional à redução do risco não sistemático. O conceito da fronteira eficiente demonstra que um investidor poderá optar por uma carteira que lhe ofereça o maior retorno esperado, dado o seu nível de aversão a risco.

Desta maneira, torna-se relevante a recuperação de que cada indivíduo possui um nível de aversão a risco e, portanto, os investidores tenderiam a combinar ativos com riscos e ativos livres de riscos em suas carteiras. Ao se traçar uma reta que parte do retorno propiciado pela taxa livre de risco e que tangencia a fronteira eficiente, poderíamos identificar a carteira de mercado, na qual o investidor, ao combinar ativos livres de risco e ativos com risco, poderia ajustar o nível de risco e o retorno esperado da sua carteira mediante a alteração desta proporção. A linha tangente à fronteira eficiente, denominada linha de mercado de capitais, representa a posição de carteiras de investimentos conforme a proporção entre ativos livre de risco e ativos com risco. Nesse sentido, quanto menor a aversão ao risco do investidor, maior seria o percentual de seus recursos aplicados em ativos de risco, o que deslocaria sua carteira para a direita dentro da linha de mercado de capitais.

Desse modo, pode-se afirmar que o investidor toma duas decisões independentes para definir a proporção de aplicação de seus recursos (ROSS *et al.*, 2002, p. 227). A primeira decisão se refere à definição do retorno e do nível de risco da carteira composta por ativos com risco, a qual deve estar situada em um ponto da fronteira eficiente. A segunda decisão se refere à proporção da aplicação de seus recursos em ativos livres de risco e ativos com risco. Assim, se cada investidor do mercado se deparar com as mesmas informações acerca dos retornos históricos dos ativos, pode-se supor que estes terão expectativas homogêneas e, conseqüentemente, suas análises os levariam a aplicar em uma mesma carteira, a qual é denominada carteira de mercado, que é composta por todos os títulos existentes, ponderados pelos seus valores de mercado. A Figura 01, a seguir, apresenta a relação entre o retorno esperado e o desvio-padrão do retorno de uma carteira com ativos livres de risco e ativos com risco.

FIGURA 01- RELAÇÃO ENTRE O RETORNO ESPERADO E O DESVIO-PADRÃO DO RETORNO DE UMA CARTEIRA COM ATIVOS LIVRES DE RISCO E ATIVOS COM RISCO.



Fonte: adaptado de ROSS et al. (2002, p. 226)

A aplicação em uma carteira definida em algum ponto da linha de mercado de capitais possui um retorno esperado igual à taxa livre de risco mais um prêmio pelo risco, que estabelece uma relação linear entre o retorno esperado e o risco. Tal relação proporcionou a elaboração do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) ou modelo de precificação de ativos desenvolvido independentemente por Sharpe (1964) e Lintner (1965). O modelo de CAPM afirma que o retorno esperado de um título está linearmente relacionado ao seu beta, coeficiente que mede a sensibilidade de um título aos movimentos do mercado. O retorno esperado de qualquer ativo seria composto por uma taxa livre de risco adicionada a um prêmio pelo risco multiplicado pelo coeficiente beta do ativo. O conceito do coeficiente beta pode ser aplicado a uma carteira através da média ponderada dos ativos que compõe a carteira.

A partir deste conceito, o retorno esperado de um investimento, utilizando capital próprio, poderia ser calculado, tomando-se o CAPM como taxa de desconto para o cálculo do valor presente líquido. Para as empresas que utilizam

capital de terceiros, a taxa de desconto utilizada é o WACC (*Weighted-Average Cost of Capital*) ou custo médio ponderado de capital.

Neste tópico, foram abordados o conceito de valor presente líquido em processos de orçamento de capital e as teorias para mensuração de risco de ativos para formação de carteiras de investimentos. Partindo da premissa de que os critérios descritos neste trabalho são adotados pelos investidores e gestores financeiros, dar-se-á enfoque ao processo de avaliação de ações por meio do modelo de fluxo de caixa descontado ao valor presente líquido.

2.1.2 Processo de avaliação de ações

O valor de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. A capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa é movida pelo seu crescimento no longo prazo e pelos retornos obtidos sobre o capital investido em relação ao seu custo de capital. Desse modo, os gestores que utilizam a abordagem do fluxo de caixa descontado para a geração de valor e para a avaliação de empresas, concentrando-se na elevação de longo prazo do fluxo de caixa, serão compensados por maiores preços por ação. O modelo de fluxo de caixa descontado empresarial é o mais difundido pelo mercado (COPELAND *et al.*, 2002, p. 135).

De acordo com Damodaran (2002, p. 38), o valor de qualquer ativo deve ser uma função composta por três variáveis: o volume de fluxo de caixa que este gera, o momento em que esses fluxos de caixa ocorrerão e a incerteza associada a cada um deles. Dessa forma, a avaliação pelo modelo de fluxo de caixa descontado reúne estas três variáveis, que calculam o valor de qualquer ativo como sendo o valor presente de seus fluxos de caixa projetados para o futuro.

$$\text{Valor do Ativo} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

sendo:

n = Vida do ativo

FC_t = Fluxo de caixa no período t

r = Taxa de desconto que reflete o risco dos fluxos de caixa estimados

O modelo de fluxo de caixa descontado determina o valor acionário de uma empresa como sendo o valor de suas operações menos o valor do seu endividamento e outras formas de passivo de prioridade superior à prioridade do capital ordinário. De forma análoga à determinação do valor de um ativo, a avaliação de empresas requer que o fluxo de caixa empresarial seja descontado a taxas que reflitam o risco do seu negócio, desde que sejam selecionadas corretamente. Conforme explicitado anteriormente neste trabalho, usualmente, se utiliza o CAPM como taxa de desconto para avaliação de empresas que utilizam exclusivamente capital próprio, enquanto que para empresas que utilizam capital próprio e capital de terceiros a taxa utilizada é WACC. O valor operacional de uma empresa é igual ao valor descontado do fluxo de caixa livre futuro esperado. O fluxo de caixa livre para a empresa é igual aos lucros operacionais após os impostos, mais encargos não-caixa, menos investimentos em capital de giro e menos re-investimentos de capital abatidos a depreciação (DAMODARAN, 2002, p. 44).

Os fluxos de caixa utilizados para o cálculo do valor de uma empresa são estimados para um período futuro, fator que torna a questão sobre o crescimento da receita operacional um dos principais requisitos para a avaliação de empresas. O crescimento previsto da receita operacional pode ser obtido pelo produto da *taxa de re-investimento* da empresa e do retorno sobre o capital investido. As duas medidas – taxa de re-investimento da empresa e retorno sobre o capital investido – devem ser futuras e o retorno sobre o capital investido deve representar o retorno previsto em investimentos futuros.

Determinada a taxa prevista de crescimento da receita operacional (g), torna-se necessária a definição do período futuro para o qual serão estimados os fluxos de caixa a serem descontados ao valor presente. Entretanto, as empresas de capital aberto não possuem seus períodos de existência definidos, fato que dificulta a determinação do período de previsão. Não se pode estimar os fluxos de caixa de uma empresa infinitamente e, geralmente, é possível impor um fechamento nos modelos de avaliação, interrompendo a estimativa dos fluxos de caixa em um determinado período futuro. À medida que este período futuro se torna distante do presente, aumenta-se a dificuldade de previsão explícita dos fluxos de caixa (COPELAND *et al.*, 2002, p. 140).

Desse modo, torna-se necessário dividir o valor da empresa em dois períodos, sendo o primeiro aquele em que o valor presente do fluxo de caixa estimado para o futuro foi calculado por meio de previsões explícitas, e o segundo equivalente ao período em que o valor presente do fluxo de caixa foi estimado após o período de previsão explícita. A abordagem mais utilizada para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa a partir do período terminal de previsões explícitas é aquela em que se admite que os fluxos de caixa da empresa para além deste período cresçam perpetuamente a uma taxa constante (DAMODARAN, 2002, p. 47). Assim, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa após o período de previsão explícita (ou valor terminal) pode ser efetuado através da seguinte fórmula:

$$\text{Valor Terminal}_n = \frac{FC_{n+1}}{r_{n+1} - g_n} \quad (2)$$

O valor de uma empresa pode ser calculado pela soma dos fluxos de caixa livre, estimados por n períodos, descontados a uma taxa r referente ao custo de capital mais o valor terminal do seu fluxo de caixa, de acordo com a equação abaixo:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{FC_{n+1}}{r_{n+1} - g_n} \quad (3)$$

A ação representa uma participação do proprietário no capital de uma sociedade anônima, porém, para um investidor típico do mercado de capitais, a ação significa apenas um documento caracterizado por dois aspectos: o primeiro outorga o direito de receber dividendos, mas somente quando a empresa obtém lucros e se sua administração optar por distribuí-los; o segundo aspecto concede ao acionista o direito de venda da ação em qualquer data futura (BRIGHAM *et al.* 2001, p. 237). Assim, a remuneração do acionista pode ocorrer por dois tipos de fluxo de caixa: recebimento de dividendos e lucro pela venda da ação. Considerando que um investidor compre uma ação e a mantenha por um período de um ano, pode-se calcular o seu preço atual, ou seja, seu valor presente através da seguinte equação:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{P_1}{(1+r)} \quad (4)$$

sendo:

P_0 = valor presente do investimento na ação

DIV_1 = dividendo pago ao final do ano

P_1 = preço da ação ao final de um ano

r = taxa de desconto apropriada para a ação

Desse modo, pode-se afirmar que o valor de uma ação ordinária pode ser calculado pela somatória de seus fluxos de caixa gerados por dividendos, descontados por uma taxa que represente o risco da ação, mais o preço da ação após uma determinada quantidade (n) de períodos (t), descontado ao valor presente pela mesma taxa. Sendo assim:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^{t+n}} \quad (5)$$

Entretanto, considerando que as ações ordinárias não se extinguem com o tempo, se excluirmos acontecimentos excepcionais como falência e aquisição, pode-se concluir que sendo $n = \infty$, o valor presente da ação ao término do período de investimento é igual a zero. Nesse sentido, o valor da ação de uma empresa, para o investidor, é igual ao valor presente de todos os dividendos futuros esperados. Calcula-se o valor presente do investimento na ação da seguinte maneira (BREALEY & MYERS, 1992, p. 52; BRIGHAM *et al.*, 2001, p. 331; ROSS *et al.*, 2002, p. 103):

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \quad (6)$$

No presente tópico abordou-se o processo de avaliação de ações por meio do modelo de fluxo de caixa descontado empresarial. Partindo do pressuposto de que a política de dividendos define a opção da empresa entre reter seu lucro ou distribuí-lo, pôde-se inferir a relação direta entre a geração de fluxos de caixa, através das atividades operacionais e dos investimentos de longo prazo da empresa, com o pagamento de dividendos ao acionista, assim como com a variação do preço de suas ações. Assim, a partir da relação direta explicitada, torna-se indispensável a apresentação dos principais conceitos da teoria de finanças acerca da política de dividendos.

2.2 Teoria sobre a política de dividendos

O objetivo desta seção consiste em apresentar os principais conceitos pertencentes à política de dividendos, assim como apresentar as principais teorias acerca do assunto, debates entre correntes de pensamento e alguns dos seus principais estudos. Inicialmente, serão apresentados os conceitos relacionados ao funcionamento do processo de distribuição de lucros, as políticas mais comuns e os tipos de dividendos existentes. Posteriormente, será apresentado o debate, entre as três

principais correntes de pensamento, acerca da política de dividendos, assim como as principais questões derivadas deste debate.

2.2.1 Conceitos sobre política de dividendos

Neste tópico serão apresentados os principais conceitos da teoria de finanças sobre a definição da política de dividendos, assim como sobre a questão de como ela afeta o valor da empresa. Algumas empresas distribuem dividendos baixos, baseando-se na existência de oportunidades de investimentos que geram fluxos de caixa futuros que aumentam o valor da empresa. Outras empresas se dispõem a distribuir dividendos altos, pois se propõe a financiar suas despesas com investimentos. A política de dividendos pode ser definida como uma decisão de investimento, ou seja, sobre a destinação dos recursos gerados pelas atividades da empresa, assim como uma decisão de financiamento, já que os recursos gerados internamente correspondem a uma fonte importante para investimento em novos projetos. Afirma-se que a política de distribuição de dividendos se constitui em uma alternativa entre a retenção do lucro ou o pagamento de dividendos e emissão de novas ações (BREALEY & MYERS, 1992, p. 371).

A decisão das empresas, sobre a política de dividendos, deve se basear nas oportunidades de investimentos em projetos cujos retornos sejam superiores àqueles que seus investidores poderiam obter correndo o mesmo risco. Desse modo, pode-se afirmar que uma política adequada de dividendos seria a melhor decisão sobre a proporção entre a retenção e a distribuição dos lucros, no intuito de que os gestores financeiros estejam maximizando a riqueza dos acionistas por meio da própria distribuição dos lucros e por meio de investimentos em projetos de valor presente líquido positivo.

Como um dos principais marcos teóricos sobre decisões quanto à política de dividendos, deve-se considerar o trabalho de Lintner (1956), no qual se realizou uma série de entrevistas com gestores financeiros acerca de suas políticas de

dividendos, em que se identificam os seguintes padrões: (i) as empresas possuem objetivos de longo prazo do quociente entre dividendo e lucro; (ii) os dividendos tendem a ser aumentados após uma elevação permanente, e não temporária dos lucros; (iii) o nível de dividendos tende a ser mais estável do que o nível de lucros, porque os gestores apresentam relutância em proceder alterações de dividendos insustentáveis no futuro; e (iv) as políticas de dividendos estão relacionadas tanto com o nível de dividendos quanto com as mudanças de dividendos.

Gitman (1997) descreveu os três tipos de políticas de dividendos mais utilizados nos Estados Unidos:

- a) dividendos com índice *payout* constante;
- b) dividendo regular; e
- c) dividendo regular baixo mais extra.

A **política de dividendos com índice *payout* constante** se baseia no pagamento, em dinheiro, de um percentual dos resultados da empresa, a ser realizado em cada período aos seus acionistas. Embora seja utilizado por muitas empresas, este tipo de política estabelece a relação direta entre a oscilação do nível de lucros com a oscilação do nível de dividendos, já que em períodos de lucros baixos ou de prejuízo os pagamentos dos dividendos seguirão a mesma tendência. Portanto, considerando o conteúdo informacional dos dividendos, a política de *payout* constante pode ser prejudicial ao valor das ações da empresa, já que oscilações negativas do pagamento de dividendos em períodos de maus resultados seriam interpretadas pelo mercado como informações negativas quanto aos futuros resultados da empresa.

A **política de dividendos regulares** se baseia no pagamento, em dinheiro, de um dividendo fixo a ser realizado por período. Este modelo de política de dividendos pode ser considerada a mais aderente às observações de Lintner (1956), pois, nesse caso, as mudanças do nível de lucro não possuem impacto direto sobre as mudanças no nível de dividendos pagos pela empresa, assim como os dividendos tendem a ser alterados após a estabilização do nível de lucros em um novo patamar.

A **política de dividendo regular baixo mais extra** se baseia no pagamento de um dividendo regular acompanhado por dividendo extra nos períodos em que a empresa obtiver resultados acima do normal. Este tipo de política de dividendos é comumente utilizado por empresas que possuem mudanças cíclicas nos lucros e tem como objetivo fortalecer a confiança dos investidores na empresa, possibilitando-lhes um rendimento constante e propiciando-lhes expectativas realistas sobre os resultados futuros.

De acordo com Ross *et al.* (2002, p. 399), qualquer pagamento direto realizado pela sociedade ao acionista pode ser considerado como parte da política de dividendos. A forma mais comum de se realizar o pagamento de dividendos é em dinheiro, mas existem outras formas pelas quais as empresas podem realizar o pagamento, as quais estão descritas a seguir:

- a) bonificação;
- b) recompra de ações; e
- c) juros sobre o capital próprio.

A **bonificação** é caracterizada por um pagamento realizado ao acionista através de ações. Nesse caso, a empresa distribui ações aos seus acionistas, proporcionalmente às suas participações no capital total. Ressalta-se que ao realizar o aumento do número de ações no mercado, sua cotação tende a ser reduzida, fazendo com que a riqueza do acionista se mantenha inalterada. A bonificação se assemelha ao processo de desdobramento (*split*), embora o que diferencia os dois processos seja a proporção referente à elevação do número de ações no mercado, pois a do desdobramento é muito superior a da bonificação.

A **recompra de ações** se concretiza quando uma empresa decide remunerar seus acionistas através da compra de suas próprias ações. Esta opção passa a ser muito interessante nos países em que há diferenciação da carga tributária sobre o recebimento de dividendo em dinheiro e sobre ganhos auferidos pela venda de ações. Nos casos em que a carga tributária é mais elevada sobre o recebimento de dividendos

em dinheiro, torna-se mais interessante ao acionista a recompra de ações. De acordo com Brealey e Myers (1992, p. 373), a recompra de ações pode ser realizada de três formas: (i) recompra no mercado aberto; (ii) realização de uma oferta pública para todos ou para os menores acionistas; e (iii) negociação direta com um grande acionista.

O conceito de **juros sobre o capital próprio** se caracteriza como um instrumento legal, disponível aos gestores financeiros de empresas brasileiras, como forma de distribuição de lucros aos acionistas. A distribuição de juros sobre o capital próprio é realizada em dinheiro diretamente ao acionista. Este conceito de remuneração proporciona vantagem tributária à empresa, já que é caracterizado como despesas financeiras e, portanto, dedutível para fins de imposto de renda. Entretanto, para o conceito de juros sobre o capital próprio há incidência de carga tributária sobre a remuneração do acionista, ao contrário da remuneração através do pagamento de dividendos, na qual há uma faixa de isenção de imposto de renda. Outras informações acerca da tributação no mercado de capitais brasileiro serão apresentadas no decorrer deste estudo.

O montante de pagamento de dividendos pode ser expresso por diferentes unidades de medidas, sendo que estas são as mais utilizadas:

- a) **dividendo por ação:** valor em moeda devido a cada ação, calculado pelo montante total destinado ao pagamento de dividendos dividido pelo número total de ações negociadas no mercado;

- b) ***dividend payout*:** percentual obtido pela divisão entre o montante total destinado ao pagamento de dividendos sobre valor do lucro líquido do exercício auferido pela empresa;

- c) ***dividend yield*:** percentual obtido pela divisão entre o dividendo por ação sobre a cotação da ação.

O processo de pagamento de dividendos, comumente adotado nos mercados de capitais, é composto, basicamente, por quatro datas. A **data de declaração**, que é caracterizada pelo anúncio do pagamento de dividendo, o qual geralmente ocorre pela publicação da ata do conselho de administração. A **data ex-dividendos**, aquela em que a ação passa a ser negociada sem o direito sobre o dividendo anunciado. A **data de registro**, que se refere à data na qual são definidos os acionistas que terão direito ao dividendo, através de uma relação preparada pela empresa. A **data de pagamento**, que equivale ao dia em que o pagamento do dividendo é realizado diretamente aos acionistas com direito ao recebimento.

Neste tópico abordaram-se os principais conceitos acerca da política de dividendos no que se refere a sua conceituação; aos tipos de políticas de dividendos mais comumente utilizados; às formas de pagamento de dividendos adotadas pelas empresas; às unidades de mensuração de montantes de dividendos; e ao mecanismo de pagamento de dividendos. O conteúdo do presente tópico teve como objetivo fornecer os conceitos básicos da teoria de finanças acerca da política de dividendos, deixando para o próximo tópico a apresentação das principais correntes de pensamento acerca do efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa, no qual serão apresentados alguns dos principais autores e estudos que contribuíram para a formação do arcabouço teórico.

2.2.2 Teoria sobre o efeito da política de dividendos

O objetivo deste tópico consiste em apresentar a teoria desenvolvida pelas correntes de pensamento da política de dividendos, demonstrando alguns de seus principais defensores, seus argumentos e trabalhos que embasaram a construção do referencial teórico. A questão sobre o efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa é discutida desde o início da década de 60. 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 prefeririam dividendos em relação aos ganhos de capital obtidos pela valorização das ações. 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.

Podemos citar como alguns dos principais defensores da corrente tradicional Dodd, Graham e Gordon. O pensamento destes autores ficou conhecido como a teoria do “pássaro na mão” (*bird in the hand*), a qual defende que os dividendos são dinheiro no bolso, enquanto os ganhos de capital são, em sua maioria, meramente potenciais, ou seja, para esta corrente de pensamento mais vale um dividendo garantido do que uma potencial valorização de suas ações no futuro. Um dos argumentos desta corrente de pensamento está fundamentado na seguinte observação, sobre a política de dividendos, realizada por Lintner (1956, p. 99):

“Com base em nossas observações de campo...estava 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 e por um crescimento gradual na taxa de dividendos, eram suficientemente fortes para que os gestores estivessem propensos a evitar mudanças em suas taxas de dividendos que poderiam ter que ser revertidas no futuro.”

A corrente de pensamento tradicional, baseada pelo modelo de Lintner (1956), possui a convicção de que as taxas de pagamento de dividendos têm menores oscilações que as taxas de flutuação dos preços das ações. A diferença entre a volatilidade estaria ligada diretamente ao fato de que a taxa de pagamento de dividendos seria uma decisão exclusiva da empresa e que tenderia a ter uma estabilidade gerada pela incerteza dos gestores quanto às previsões de lucros futuros, enquanto a variação dos preços das ações seria uma decisão do mercado, baseada na capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuro.

Graham & Dodd (1951), proporcionaram um avanço nos processos de avaliação de ações, que até então se baseavam em *dividend yield*, crescimento nas vendas e competência gerencial. Estes autores estabelecem uma relação específica entre lucros e dividendos, por meio da convicção de que o mercado de ações era esmagadoramente favorável à política de dividendos generosos, em contraposição à política de alta retenção dos lucros. Este raciocínio levava a crer que o processo de avaliação de ações deveria considerar um peso muito maior para os lucros distribuídos na forma de dividendos, do que o peso para o volume de lucros retidos.

Gordon (1959) desenvolveu um estudo no intuito de identificar o que os investidores estavam dispostos a pagar ao adquirirem ações de uma empresa. Para isso desenvolveu três hipóteses para precificação dos ativos: (i) dividendos e lucros; (ii) dividendos; e (iii) lucros. Ao realizar suas análises estatísticas, o autor chegou à conclusão de que um crescimento nos dividendos e uma correspondente redução da retenção nos lucros não causam aumento na cotação da ação. Concluiu, então, que o retorno exigido por uma ação deveria aumentar proporcionalmente ao volume do lucro retido, devido à maior incerteza inerente aos investimentos a serem realizados pela empresa em relação aos seus pagamentos de dividendos.

Miller e Modigliani (1961) publicaram seu clássico artigo que possuía como objetivo principal contribuir para o avanço sobre os obstáculos enfrentados pelos estudos empíricos realizados anteriormente, acerca da política de dividendos, assim como preencher lacunas existentes na literatura sobre avaliação de empresas. Os autores examinaram os efeitos da política de dividendos sobre o preço de ações, considerando uma economia ideal caracterizada por um mercado de capitais perfeito, pela racionalidade dos investidores e pelas condições de certeza. O estudo teve como um de seus focos principais o debate sobre o que os investidores realmente avaliam ao comprar ações de uma empresa. Adicionalmente, o trabalho buscou examinar a relação entre o preço da ação, a taxa de crescimento de lucros e a taxa de crescimento de dividendos por ação.

O artigo de Miller e Modigliani (*op.cit.*) apresentou argumentos contrapostos aos pensamentos dos defensores da teoria *bird in the hand*. Os autores demonstram em seu ensaio teórico, que, estabelecida a política de investimento e financiamento de uma empresa, uma alteração na política de dividendos – aumento ou redução de suas distribuições de lucros –, apenas resultará em uma redistribuição dos retornos obtidos através de dividendos e de retornos obtidos pelos ganhos de capitais, ao longo do tempo. Caso a empresa decida distribuir um montante superior de dividendos, o qual não possui internamente, poderá emitir novas ações para captação de recursos, o que não afetará seus níveis de investimentos. Nesse caso, ocorreria uma transferência de valor dos antigos acionistas para os novos acionistas, que seria equilibrada pelo recebimento de dividendos extraordinários.

Desse modo, podemos considerar que o valor da empresa seria determinado pela sua capacidade em gerar fluxos de caixa futuros, por meio de seus investimentos. Entretanto, o modelo de Miller e Modigliani (1961) sofreu críticas devido a sua sustentação sobre o contexto do mercado perfeito. Lintner (1962) desenvolveu um ensaio teórico que tinha como objetivo contribuir para o debate acerca da relação entre a política de dividendos e o valor da empresa, no qual realizou críticas à corrente de pensamento que defendia a irrelevância. O autor critica o fato de que os modelos propostos ignoravam fatos inerentes à realidade como, custos de transação, impostos e expectativas distintas quanto aos resultados futuros. Críticas semelhantes, como as realizadas por Gordon (1963), deram início ao embate entre a corrente tradicional e a corrente centrista, que seria o principal foco de discussão entre acadêmicos da política de dividendos, durante a década 60.

Miller e Modigliani (*op.cit.*) definem a tributação como a principal imperfeição de mercado que poderia ter influência sobre a política de dividendos. Desvantagens fiscais poderiam levar investidores a preferirem ações com baixa distribuição de dividendos, o que tornaria a política de dividendos relevante para a avaliação das empresas, já que o mercado pagaria um prêmio por ações cujos dividendos fossem reduzidos. No entanto, os autores procuram amenizar os efeitos desta imperfeição com o argumento de que existem grupos de investidores que

possuem diferenciação tributária ou vantagens tributárias sobre o recebimento de dividendos. Surge então, o **efeito clientela**, que determina que a política de dividendos, seguida pela empresa atrairia investidores que possuem preferências pelo nível de dividendos estabelecido pela política adotada. Podem-se classificar os investidores do mercado de capitais norte-americano conforme suas preferências, de acordo com o agrupamento realizado por Black e Scholes (1974, p. 02):

a) **propensão a dividendos:** neste grupo estão (i) empresas porque estas pagam impostos mais elevados nos ganhos de capitais do que em ganhos com dividendos; (ii) alguns *trust funds* em que alguns beneficiários recebem ganhos obtidos por dividendos e outros recebem ganhos de capital; (iii) *endowment funds* que apenas permitem a retirada de dividendos e de juros; e (iv) investidores que vivem de dividendos e aqueles que consideram mais barato e mais fácil receber dividendos do que ter de vender suas ações para obter recursos;

b) **aversão a dividendos:** neste grupo estão, principalmente, os investidores que pagam impostos mais altos sobre o recebimento de dividendos do que sobre ganhos de capital;

c) **indiferença a dividendos:** neste grupo estão os investidores que são isentos de carga tributária e, por isso, são indiferentes quanto à forma de auferir ganhos, seja pelo recebimento de dividendos ou por meio de ganhos de capital.

Desta maneira, as empresas poderiam estabelecer políticas de distribuição de dividendos que atrairiam aqueles investidores que avaliarão suas ações de acordo com suas preferências. Inicialmente, este fato nos sugere que uma empresa poderia valorizar suas ações alterando sua política de dividendos, ou seja, aumentando (ou diminuindo) seus pagamentos de dividendos, atrairia investidores dispostos a pagar um preço mais alto pelas suas ações, já que estas obedeceriam às suas preferências. Entretanto, a política de dividendos das empresas não precisa permanecer inalterada ao longo do tempo, o que faz com que ocorram ajustes destas políticas no intuito de atrair sua clientela. Estes movimentos de ajustes realizados pelas empresas

em suas políticas ocasionariam o equilíbrio no mercado, no qual existe uma oferta disponível de diferentes tipos de políticas de dividendos e uma demanda de diferentes tipos de clientela. Pode-se concluir que o equilíbrio de mercado eliminaria o efeito da política de dividendos sobre a precificação das ações (BLACK & SCHOLES, 1974, p. 02).

Na década de 60, as discussões acerca da política de dividendos centraram-se entre aqueles que defendiam a irrelevância e aqueles que defendiam os dividendos. Embora as discussões entre a corrente tradicional e a corrente centrista tenham permanecido, a partir da década de 70 os debates tiveram como principal temática a divergência entre a corrente centrista e a corrente radical, ou seja, aquela que argumentava contra os dividendos. O pensamento da chamada corrente radical estava sustentado sob o argumento tributário, ou seja, baseava-se na existência de diferentes níveis de tributação no mercado. Esta corrente defende a idéia de que ações com altas taxas de pagamentos de dividendos, em um mercado em que há alta tributação sobre dividendos em relação aos ganhos de capital, possuem seu valor reduzido. Em outras palavras, a corrente radical argumenta que os impostos reduzem o valor de ações com alto nível de pagamento de dividendos (BREALEY, 1998). Tal argumento era embasado pela legislação tributária que permaneceu vigente até 1986, nos Estados Unidos, a qual possuía duas características que o fundamentava. A primeira referia-se a diferenciação tributária, a qual impunha maior carga tributária sobre os dividendos do que sobre os ganhos de capital. A segunda referia-se à possibilidade das pessoas jurídicas e pessoas físicas de deduzirem despesas de juros de financiamentos dos rendimentos tributáveis. A partir de 1987, as alíquotas sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital foram aproximadas, e a possibilidade de dedução dos juros de financiamentos foi restringida aos financiamentos de casa própria.

Como alguns dos principais representantes da corrente radical de pensamento sobre a política de dividendos, podem-se citar Brennan (1970), Litzenberger e Ramaswamy (1979), autores que incorporaram ao CAPM (*capital asset pricing model*) o efeito da tributação inerente ao pagamento de dividendos e ao ganho

de capital. Brennan (1970) ampliou o modelo do CAPM ao considerar que o prêmio pelo risco esperado por uma ação é baseado no seu risco sistemático e no seu *dividend yield* esperado. Para o autor, em mercados em que a tributação sobre os dividendos é superior à tributação sobre ganhos de capital, dado um nível de risco, o investidor exigirá um retorno mais alto quanto maior for o *dividend yield*. Conclui-se, dessa maneira, que o pagamento de dividendos torna-se indesejável ao investidor, já que este reduziria o valor da ação no mercado.

Litzenberger e Ramaswamy (1979) aprimoraram o modelo desenvolvido por Brennan (1970), incorporando a ele uma estrutura de tributação progressiva e tendo como premissa a limitação do volume de empréstimo que os investidores podem tomar. Desse modo, os autores evitaram a existência de pagamentos de impostos negativos nos casos em que os juros de financiamentos fossem superiores aos dividendos recebidos. Ao testarem empiricamente seu modelo, os autores chegaram às mesmas conclusões de Brennan (1970), ou seja, de que os dividendos são indesejáveis, já que os investidores exigiam um retorno mais elevado para aquelas ações com altas taxas de dividendos.

O modelo de Litzenberger e Ramaswamy (*op.cit.*) foi criticado por Miller e Scholes (1982), sob o argumento de que os autores não haviam eliminado o chamado conteúdo informacional. Os críticos reapplicaram o modelo proposto, ajustando-o para eliminação do efeito e chegaram à conclusão de que não havia relação entre o retorno exigido e os dividendos pagos pela ação. Litzenberger e Ramaswamy (1982) ajustaram seu modelo, no intuito de eliminar o mesmo efeito da política de dividendos. As análises empíricas demonstraram que não havia certeza de que o efeito encontrado se devia aos impostos ou a outras variáveis, mas que este não se devia ao conteúdo informacional dos dividendos.

De maneira geral, pode-se afirmar que o debate acadêmico acerca da política de dividendos centrou-se, nas décadas de 60 e 70, no desenvolvimento teórico e nos trabalhos empíricos realizados sob o argumento das três principais correntes de pensamento apresentadas até o momento. Entretanto, a partir de meados da década de

70, iniciaram-se outros debates quanto à política de dividendos que se mantêm atualmente, dos quais se destacam três: efeito clientela; análise da relação entre política de dividendos e os custos de agência; e análise do efeito do conteúdo informacional dos dividendos.

O efeito clientela vem sendo discutido e testado empiricamente por diversos autores, que ora rejeitam o efeito, ora corroboram sua existência. Michaely (1991) estudou o comportamento dos preços das ações, após a reforma tributária norte-americana de 1986, que aproximou as alíquotas tributárias de dividendos e de ganhos de capital. O autor esperava identificar comportamentos que corroborassem o efeito clientela, porém não foi identificada evidência que confirmasse os efeitos das alterações tributárias. Em contrapartida, Allen *et al.* (2000) demonstraram que algumas empresas preferem pagar dividendos a comprar suas ações, causando o efeito clientela, por atrair investidores institucionais, os quais estão sujeito a menor carga tributária.

O segundo debate remanescente se refere à análise da relação entre a política de dividendos e os custos de agência. Este debate é suportado pela Teoria da Agência, de Jensen e Meckling (1976), e buscava verificar se a política de dividendos reduzia os conflitos estabelecidos entre os acionistas e os administradores. Para muitos estudiosos, os dividendos podem reduzir os custos de agência, já que seu pagamento reduz o montante de recursos sobre o controle da administração, o que diminuiria o risco de os administradores possuírem excedentes para utilização em benefício próprio (LLOYD *et al.*, 1985; ROZEF, 1986; HANSEN *et al.*, 1994; LA PORTA *et al.* 2000).

O terceiro debate se refere às discussões sobre a existência de conteúdo informacional nos dividendos, o qual consiste em objeto de estudo fundamental desta pesquisa. As evidências que embasam o debate se referem às observações de que alterações nas taxas de dividendos são, frequentemente, seguidas por alterações nos preços das ações. Miller e Modigliani (1961) afirmaram que o comportamento observado não estaria relacionado aos dividendos pagos, mas sim às informações contidas nas mudanças de dividendos. Os autores afirmaram que os dividendos teriam conteúdo informacional se os gestores das empresas tivessem informações melhores

do que as possuídas pelos investidores e que utilizariam estas informações para definir as taxas de dividendos correntes.

Este raciocínio está sustentado no modelo de Lintner (1956), que considera alterações inesperadas nos dividendos como informações sobre os resultados futuros da empresa. Isto se deve ao fato de que a distribuição de dividendos é uma decisão da administração. Dessa maneira, os administradores apenas alterariam a taxa de pagamento de dividendos na medida em que se sentissem confortáveis em sustentá-la, através de resultados futuros da empresa. Assim, alterações nos dividendos seriam informações sobre a expectativa de resultados futuros, transferidas pela administração ao mercado (BHATTACHARYA, 1979,1980; MILLER & ROCK, 1985; JOHN & WILLIAMS, 1985; MANUEL *et al.*, 1993).

Neste tópico foram abordadas as principais correntes de pensamento que contribuíram para o desenvolvimento do referencial teórico referente à relação entre o valor da empresa e a política de dividendos. Foram apresentados os pressupostos de finanças que fundamentam a teoria sobre a política de dividendos, assim como alguns dos principais estudos e autores pertencentes a cada uma das principais correntes de pensamento. Adicionalmente, foram apresentadas outras questões que surgiram a partir do debate entre as correntes de pensamento, que persistem na época da realização do presente texto. O debate acerca do conteúdo informacional dos dividendos representa o objeto de estudo deste trabalho e tem a intenção de contribuir para o arcabouço teórico que tange a política de dividendos. Desta forma, passar-se-á, na próxima seção, à apresentação de alguns dos principais estudos empíricos realizados, em âmbito internacional e nacional, relacionados ao tema.

2.3 Estudos empíricos sobre a política de dividendos

A presente seção do trabalho consiste em apresentar estudos empíricos publicados, em âmbito internacional, que objetivam analisar a existência de conteúdo informacional da política de dividendos. Serão apresentados, também, trabalhos

publicados em âmbito nacional, que investigam a relação entre a política de dividendos e o valor da empresa. Os trabalhos apresentados nesta seção foram selecionados por apresentarem relação direta com objeto de estudo desta dissertação. A apresentação destes estudos tem como objetivo demonstrar parte da literatura existente acerca do tema. Inicialmente, serão apresentados os artigos publicados internacionalmente, seguidos pelos estudos publicados nacionalmente, em ordem cronológica. Para cada estudo, serão apresentados, resumidamente, seus objetivos, suas metodologias e suas conclusões.

2.3.1 Estudos empíricos internacionais sobre conteúdo informacional da política de dividendos

2.3.1.1 Aharony e Swary

Aharony e Swary (1980) assumiram a premissa de que os gestores possuem informações privilegiadas sobre as expectativas futuras da empresa, em relação ao mercado, e que utilizam várias formas de transmiti-las. Duas das principais formas de transmitir estas informações ocorrem por meio dos anúncios de dividendos e de lucros. O estudo dos autores buscou investigar se o conteúdo informacional dos dividendos seria útil aos participantes de um mercado de capital perfeito. Dentro deste contexto, buscaram verificar se informações provenientes de anúncios de dividendos seriam rapidamente incorporadas aos preços das ações.

A metodologia adotada no trabalho foi o estudo de evento, no intuito de verificar o comportamento das ações, medido pelo retorno anormal diário acumulado, em torno dos dias que circundavam o anúncio de dividendos. A maior dificuldade metodológica apresentada pelos autores estava no fato de os anúncios de lucros e de dividendos ocorrerem de maneira próxima, fato que dificultaria o isolamento do efeito causado pelos anúncios de dividendos. Dessa maneira, a amostra definida excluiu os casos em que anúncios de lucros ocorriam dentro da janela de evento estabelecida. Os

autores definiram três grupos: (i) aumento de dividendos; (ii) queda nos dividendos; e (iii) dividendos inalterados. Cada um destes grupos foi segmentado em subgrupos em que (a) o anúncio dos lucros ocorreu antes do anúncio de dividendos; e (b) o anúncio dos lucros ocorreu após do anúncio de dividendos.

Para os casos em que o anúncio de lucros precedeu a data de anúncio de dividendos, foram observados retornos anormais mais baixos, após esta data, nos casos em que ocorreu queda nos lucros, comparado aos casos em que ocorreu elevação dos lucros. Os autores observaram, ainda, que os retornos anormais diários foram significativamente altos, após a data do anúncio de dividendos, para os casos em que ocorre elevação dos dividendos precedidos ou seguidos de elevações nos lucros. As observações demonstraram que o mercado reage nos dias em torno da data de anúncio de dividendos, corroborando fortemente a hipótese de conteúdo informacional, ou seja, que mudanças nos níveis de dividendos provêm informações referentes à avaliação dos gestores quanto ao futuro da empresa.

2.3.1.2 Healy e Palepu

Healy e Palepu (1988) realizaram seu estudo baseado no trabalho publicado por Watts (1973), que consta na literatura como o primeiro estudo empírico a analisar a relação entre os dividendos correntes e os lucros futuros. Watts analisou a relação entre mudanças inesperadas nos dividendos e os lucros futuros da empresa. Concluiu que mudanças inesperadas nos dividendos fornecem pouca informação sobre os lucros futuros da empresa e que não há retornos anormais nos meses que circundam o anúncio de dividendos. Healy e Palepu 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. Os autores tinham como objetivo verificar se a iniciação e a omissão de pagamentos de dividendos possuíam conteúdo informacional sobre o futuro da empresa. Assim, os autores buscaram investigar: (i) as mudanças nas performances de

lucros das empresas para os cinco anos anteriores e posteriores ao início ou à omissão do pagamento de dividendos; (ii) se as mudanças subsequentes dos lucros eram relacionadas com as informações contidas nos anúncios de dividendos; e (iii) a reação do mercado frente a anúncios de lucros após a mudança da política de dividendos, no intuito de verificar se o mercado antecipava os lucros futuros por meio das informações contidas nos anúncios de dividendos.

Os resultados demonstraram que após ocorrência de iniciação e de omissão de pagamentos de dividendos, os lucros das empresas tiveram significativas elevações e quedas, respectivamente, em pelo menos um ano após a mudança da política de dividendos. A variação dos lucros, após a mudança na política de dividendos, foi positivamente relacionada com os retornos anormais das ações em torno da data de anúncio da iniciação ou da omissão de dividendos, demonstrando uma antecipação do mercado acerca dos lucros futuros. Finalmente, os autores identificaram que os retornos das ações, frente aos subsequentes anúncios de lucros, foram menores do que os usualmente observados, sugerindo que essas mudanças de lucros foram parcialmente antecipadas em torno da data de anúncio de dividendos. Concluíram que os investidores interpretam anúncios de iniciação e de omissão de dividendos como previsões dos gestores acerca do futuro da empresa.

2.3.1.3 Sant e Cowan

Sant e Cowan (1994) buscaram verificar empiricamente o efeito do anúncio de omissão de dividendos sobre a volatilidade dos retornos das ações. Os autores se basearam nas conclusões de Venkatesh (1989), de que haveria uma redução na variabilidade nos retornos das ações, após o período de início de pagamentos de dividendos. Desta maneira, levantaram a hipótese de que a omissão de dividendos causaria maior volatilidade nos retornos das ações, já que a interrupção do pagamento de dividendos seria uma fonte de informação acerca dos resultados futuros da empresa. O estudo também buscou verificar o impacto da omissão de dividendos sobre as previsões de lucros realizadas por analistas do mercado de capitais. Os autores

acreditavam que se os analistas utilizassem dividendos para realizarem suas previsões, uma interrupção nos pagamentos provocaria estimativas menos precisas quanto aos lucros futuros da empresa.

Para verificar a volatilidade dos preços das ações, os autores realizaram testes estatísticos de comparação de médias, para a variância do retorno observado e para o beta das ações. Para testar o efeito da omissão de dividendos sobre as previsões acerca da lucratividade das empresas, os autores utilizaram a variância das previsões realizadas por analistas do mercado, considerando o período anterior à omissão de dividendos e o período posterior à omissão de dividendos. Além destes testes, os autores realizaram um estudo de evento para verificar a reação do mercado em torno da data de omissão de dividendos, assim como testaram modelos de regressão múltipla no intuito de verificar associação entre a reação dos preços frente à omissão de dividendos e mudanças da volatilidade, medida pela variância dos retornos e dos betas das ações.

Os resultados obtidos pelo estudo apresentam evidências que suportam a hipótese de que pagamentos de dividendos auxiliam investidores e analistas a definirem o valor da empresa. Os autores verificaram que omissões no pagamento de dividendos precedem aumentos da variância do retorno e do beta das ações, assim como eleva a dispersão das previsões de lucros realizadas por analistas do mercado. Os autores identificaram a elevação na variância dos lucros atuais, após a omissão de dividendos, demonstrando que a omissão seria resultado da diminuição da previsibilidade dos lucros, o que corroborou a hipótese de Lintner (1956) de que os gestores omitiriam dividendos na medida em que não estivessem confortáveis acerca dos níveis de lucros futuros da empresa. Adicionalmente, os autores verificaram uma reação negativa do mercado em torno da data de omissão de dividendos, demonstrando que o mercado utiliza o conteúdo informacional dos dividendos para definição do valor da empresa, já que o aumento da variância dos retornos e dos betas poderia ser considerado para elevação da estimativa de risco das ações.

2.3.1.4 Benartzi, Michaely, e Thaler

Benartzi, Michaely e Thaler (1997) se propuseram a contribuir empiricamente com as discussões sobre a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos acerca dos lucros futuros da empresa. Baseados em contrapontos deixados por trabalhos como o de Watts (1973), assim como pelas dúvidas deixadas pela utilização de casos extremos (omissão e iniciação de pagamentos de dividendos), de trabalhos anteriores como de Asquith e Mullins (1983) e de Healy e Palepu (1988), os autores objetivaram realizar uma investigação mais compreensiva sobre o assunto. Para isso, os autores investigaram a relação entre mudanças passadas dos lucros, mudanças nos níveis de dividendos e mudanças dos lucros após o anúncio de mudanças nos dividendos. Complementarmente, o estudo analisou o retorno de longo prazo das ações de empresas que possuíram mudanças em seus níveis de dividendos.

Inicialmente, os autores realizaram a comparação de médias dos lucros inesperados para o ano em que ocorreram mudanças de dividendos e para os dois anos seguintes a estas mudanças. Para isso, dividiram as empresas da amostra em três grupos: (i) quedas nos dividendos; (ii) estabilidade nos dividendos; e (iii) elevação nos dividendos. Posteriormente, aplicaram modelos de regressão múltiplas no intuito de verificar a relação entre mudanças de dividendos e os lucros futuros das empresas.

Os resultados obtidos pelos autores não apresentaram nenhuma evidência de que mudanças nos dividendos possuem conteúdo informacional, corroborando os resultados de estudos anteriores e posteriores (WATTS, 1973; GONEDES, 1978; PENMAN, 1983; DEANGELO *et al.*, 1996; GRULLON *et al.*, 2005). Os testes realizados demonstraram que cortes nos dividendos sinalizaram elevações nos lucros futuros, fato que colide diretamente com a hipótese testada. Entretanto, o estudo demonstrou ser menos provável que empresas que elevam seus dividendos possuam subseqüentes quedas nos lucros, do que empresas que não alteram seus níveis de dividendos. Desta maneira, corroboraram a visão de Lintner (1956) e de Fama e Babiak (1968), de que os gestores só elevariam seus dividendos após se sentirem confortáveis sobre a permanência da elevação dos lucros. Além disso, identificaram

que empresas que elevam dividendos possuem significativos (apesar de modestos) retornos anormais, para os três anos posteriores à elevação.

2.3.1.5 Baker e Powell

O artigo publicado por Baker e Powell (1999) teve como objetivo investigar a visão dos gestores financeiros das maiores empresas norte-americanas, sobre três tópicos principais: (i) a relação entre a política de dividendos e o valor da empresa; (ii) explicações sobre a relevância da política de dividendos, abordando a teoria *bird in the hand*, o conteúdo informacional, o efeito clientela e a teoria de agência; e (iii) a decisão das empresas quanto ao montante dos dividendos a serem pagos. Os autores buscam examinar o nível de concordância dos gestores acerca de teorias e de resultados de pesquisas empíricas, acerca da política de dividendos.

Para obter as informações sobre a visão dos gestores acerca das teorias da política de dividendos, os autores adotaram como metodologia o *survey*. Os respondentes, na média, concordaram que os investidores consideram mudanças nos dividendos como informações sobre o futuro da empresa e que os investidores utilizam anúncios de dividendos para avaliarem suas ações. Os respondentes também concordaram com as conclusões das pesquisas empíricas de que os dividendos transmitem informações imprevistas ao mercado. A pesquisa demonstrou, também, que os gestores concordam que as empresas devam apresentar, adequadamente, os motivos das mudanças em suas políticas de dividendos. De maneira geral, os gestores pesquisados concordaram que mudanças nos dividendos possuem conteúdo informacional.

2.3.1.6 Guay e Harford

O trabalho de Guay e Harford (2000) examinou a relação entre os níveis de fluxo de caixa e a decisão da empresa, acerca da forma de distribuição dos lucros

aos acionistas. Os autores analisaram a relação entre mudanças de dividendos e recompras de ações, com as mudanças dos fluxos de caixa. Adicionalmente, analisaram o comportamento do mercado diante de mudanças nos dividendos e de recompras de ações. Os autores partiram da hipótese de que dividendos e recompras de ações transmitem informações diferentes quanto à permanência dos níveis de fluxos de caixa. Enquanto o primeiro transmitiria informações sobre mudanças mais permanentes dos fluxos de caixa, o segundo transmitiria informações sobre mudanças temporárias.

O estudo analisou uma amostra de empresas que possuíam elevações em seus níveis de fluxo de caixa. A amostra foi subdividida em três grupos, de acordo com a decisão acerca da distribuição de lucros, subsequente à elevação dos fluxos de caixa: (i) elevação substancial dos dividendos; (ii) elevação pequena dos dividendos; e (iii) recompra de ações. O trabalho analisou a relação entre a distribuição de lucros, em torno do ano em que ocorre a elevação do fluxo de caixa. Além disso, analisou a reação do mercado em torno da data de anúncio de aumento de dividendos e de recompra de ações.

Os resultados demonstraram que elevações dos níveis de fluxo de caixa, seguidas de elevações substanciais de dividendos, indicam maior permanência das elevações dos fluxos de caixa, quando comparadas aos casos de pequenas elevações de dividendos ou recompras de ações. Em outras palavras, para os casos de elevações substanciais de dividendos, os níveis de fluxos de caixa têm menos probabilidade de retornar aos níveis anteriores, corroborando o trabalho de Brook *et al.* (1998). Desse modo, concluíram pela existência de conteúdo informacional nas decisões quanto ao método de distribuição de lucros (dividendos ou recompras). Finalmente, verificaram que o mercado reage de maneira mais positiva quanto ao valor dos pagamentos e expectativas de permanência dos fluxos de caixa, nos casos dos dividendos, do que nos casos de recompras de ações.

2.3.1.7 Nissim e Ziv

O trabalho de Nissim e Ziv (2001) teve como objetivo principal investigar a relação entre mudanças de dividendos e os lucros futuros. Entretanto, se propuseram a aplicar uma forma alternativa para mensurar os lucros futuros. De acordo com os autores, a maioria dos estudos anteriores calculava lucros inesperados como a diferença entre a variação no lucro e o lucro esperado. Consideraram que os modelos utilizados em estudos anteriores sobre conteúdo informacional possuíam variáveis correlacionadas omitidas e, por isso, inseriram a variável ROE no modelo de regressão. Partiram do trabalho de Freeman *et al.* (1982), com a premissa de que o ROE seria negativamente relacionado às mudanças futuras dos lucros. Dessa maneira, propuseram o seguinte modelo de regressão:

$$(E_r - E_{r-1}) / B_{r-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{r-1} + \varepsilon_r \quad (7)$$

Sendo:

E_r = lucros no ano r .

B_{r-1} = valor do patrimônio líquido no ano $r - 1$.

$R\Delta DIV_0$ = variação dos dividendos por ação no ano 0.

ROE_{r-1} = calculado por E_{r-1} / B_{r-1} .

Os testes com o modelo descrito foram aplicados nos dois anos subseqüentes ao ano (ano 0) em que ocorre a variação dos dividendos por ação. Para os dois anos o valor de α_1 foi positivo e significativo, demonstrando que os lucros futuros estão relacionados positivamente com as mudanças nos níveis de dividendos. Os resultados para o coeficiente α_2 corresponderam às expectativas, já que foram negativos e significativos para os dois anos subseqüentes à variação de dividendos. Os autores concluíram que os testes realizados demonstram a presença de conteúdo informacional nas mudanças de dividendos, sobre as mudanças dos lucros dos dois anos subseqüentes à variação de dividendos.

2.3.1.8 Koch e Sun

Koch e Sun (2004) investigaram se o mercado de capitais norte-americano interpreta mudanças no pagamento de dividendos como um sinal sobre a persistência das mudanças passadas dos lucros. Os autores pretenderam verificar se a reação do mercado era positivamente relacionada com uma mudança nos lucros, seguida por uma mudança nos dividendos de mesmo sinal. Complementarmente, os autores buscaram verificar se quedas nos lucros, seguidas por quedas nos dividendos, ocasionavam uma reação mais significativa do que nos casos de elevação. Além disso, o trabalho buscou verificar se a reação do mercado se agrava de acordo com a magnitude da mudança de dividendos.

O trabalho analisou mudanças de lucros e de dividendos no mercado de capitais norte-americano durante o período de 1983 e 2001. Os autores utilizaram regressões múltiplas para realizarem seus testes estatísticos. Para verificar a relação positiva entre a reação do mercado e uma mudança nos lucros seguida por uma mudança de dividendos de mesmo sinal, o seguinte modelo estatístico foi utilizado:

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta QEARN_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURE_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (8)$$

Sendo:

$CAR_{t,i}$ = retorno anormal acumulado para a firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos.

$\Delta QEARN_{t,i}$ = variação do lucro ocorrida para o mais recente anúncio trimestral de lucros, feito anteriormente à mudança de dividendos, dividida pelo valor de mercado da empresa no primeiro dia utilizado para o cálculo de $CAR_{t,i}$.

$\Delta FUTURE_{t,i}$ = soma das mudanças dos lucros ocorridas nos oito trimestres posteriores ao anúncio da mudança de dividendos, dividida pelo valor de mercado da empresa no primeiro dia utilizado para o cálculo de $CAR_{t,i}$.

$\varepsilon_{t,i}$ = termo de erro.

Os autores encontraram relação positiva entre a reação do mercado em torno da data do anúncio de mudança de dividendos e mudanças precedentes dos lucros, corroborando os resultados de Aharony e Dotan (1994). A aplicação do modelo trouxe resultados para β_1 significativamente acima de zero, corroborando a hipótese de relação positiva. Para testar outras hipóteses, os autores realizaram adaptações a este modelo, incluindo outras variáveis quantitativas, assim como variáveis qualitativas, e chegaram à conclusão de que a relação positiva encontrada varia de acordo com a magnitude da mudança dos dividendos e com sinal da mudança precedente dos lucros. Os modelos apresentaram que a reação do mercado tende a ser mais significativa nos casos em que há grandes mudanças nos dividendos ou quedas nos lucros.

2.3.2 Estudos empíricos nacionais sobre a política de dividendos e o valor da empresa

2.3.2.1 Speranzini

O trabalho de Speranzini (1994) buscou apresentar alguma evidência do efeito da política de dividendos sobre o retorno de ações de empresas brasileiras. A investigação foi realizada pela aplicação do modelo de CAPM, com dividendos e impostos, desenvolvido por Litzenberger e Ramaswamy (1979). De acordo com este modelo, o retorno esperado de um título seria uma função linear de seu risco sistemático e seu *yield*, ou seja, para um determinado nível de risco, quanto maior a taxa de distribuição de dividendos, maior o retorno exigido pelos investidores. A seguir é apresentado o modelo de regressão utilizado:

$$R_i - r_f = y_0 + y_1 \beta_i + y_2 (d_i - r_f) + \varepsilon_i \quad (10)$$

Sendo:

R_i = retorno da ação i.

r_f = retorno do ativo sem risco.

β_i = risco sistemático da ação i.

d_i = *yield* da ação i.

ε_i = resíduo relativo à ação i.

y_0 = termo constante.

y_1 = coeficiente do risco.

y_2 = coeficiente do *yield*.

A hipótese de irrelevância dos dividendos para avaliação de ações seria descartada se o coeficiente y_2 fosse significativamente diferente de zero. No caso de y_2 significativamente positivo, haveria indicação de que os investidores exigiram preços mais baixos (retornos mais elevados) para ações com elevado nível de dividendos, em função da maior tributação sobre os dividendos em relação aos ganhos de capitais, vigente na época de publicação do trabalho. Os resultados alcançados apresentaram o coeficiente y_2 significativamente positivo para os anos em que o modelo foi aplicado. O autor concluiu que os dividendos seriam considerados indesejáveis para os investidores, que exigem retornos mais elevados para ações que distribuem mais dividendos.

2.3.2.2 Bueno

O trabalho de Bueno (2002) teve como objetivo principal investigar a relação entre o *dividend yield* e as taxas de retorno das ações. O autor criou três carteiras de ações: (i) alto *yield*; (ii) baixo *yield*; e (iii) zero *yield*. Para cada carteira foram calculados seus retornos acumulados e seus riscos, dentre outros índices estatísticos. Comparando o retorno das carteiras, verificou-se que a carteira zero *yield*

obteve maior retorno acumulado, maior retorno médio mensal e maior desvio padrão para o período analisado. A carteira de *alto yield* obteve o menor retorno acumulado, menor retorno médio mensal e menor desvio padrão. A carteira de *baixo yield* e o Ibovespa ficaram em posições intermediárias no que se refere a estas medidas.

O trabalho investigou o comportamento dos retornos das carteiras, semestralmente, através da aplicação de testes como Kruskal-Wallis e ANOVA. Os resultados dos testes não rejeitaram a igualdade dos retornos acumulados das três carteiras. Além disso, não evidenciaram diferenças significativas entre os retornos das carteiras e do Ibovespa. Os resultados dos testes aplicados não puderam demonstrar que diferenças nos níveis de dividendos pagos resultam em diferenças em taxas de retornos. O autor conclui que investidores que procuram *bater* o mercado devem ter em mente que não foram encontradas evidências empíricas que dêem suporte a quaisquer estratégias de investimentos com base no *yield* das ações.

2.3.2.3 Bruni, Firmino, Famá e Gama

Bruni *et al.* (2003) contribuíram, também, com o debate sobre a distribuição de dividendos no cenário brasileiro. O objetivo da pesquisa consistiu em testar o efeito do anúncio da distribuição de dividendos sobre o preço de uma amostra de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Considerando o conceito de eficiência de mercado, buscaram testar se o fato de uma empresa anunciar a distribuição de dividendos ocasiona retornos anormais de suas ações em relação ao mercado. Adicionalmente, testaram se os retornos mais altos possuem relação com indicador de mercado *dividend yield*.

Para avaliarem o efeito do anúncio de dividendos sobre o comportamento das ações, a metodologia adotada foi o estudo de eventos. Selecionaram ações de companhias não financeiras negociadas no Brasil, que integravam o Ibovespa e extraíram os retornos das ações e do índice referentes aos cento e vinte dias que circundavam a data de anúncio dos dividendos. Para permitir a comparação entre as

diferentes políticas de dividendos, a amostra extraída foi segmentada em duas partes, sendo a primeira a que possuía as ações com *dividend yield* acima da mediana, e a segunda a que possuía as ações com *dividend yield* abaixo da mediana.

A análise das cotações durante o período que circunda a data de anúncio de dividendos não evidenciou a presença de retornos anormais, o que possibilitou concluir que o mercado poderia antecipar esta informação ou considerá-la irrelevante, corroborando a hipótese de mercado eficiente. Por outro lado, os autores verificaram a presença de retornos anormais sistemicamente positivos na amostra total, no grupo com os menores *dividend yield* e, principalmente, no grupo com os maiores *dividend yield*. Concluíram, então, que ações que apresentam este indicador acima da mediana têm a preferência dos investidores.

3 DIVIDENDOS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

3.1 Legislação societária brasileira

O objetivo desta seção do trabalho consiste em apresentar os aspectos da legislação societária brasileira, no que se refere aos condicionamentos legais referentes à distribuição dos lucros pelas sociedades por ações. Para isso, consideram-se os principais marcos regulatórios que compõem o conjunto de regras que normatizam a política de distribuição de dividendos aos acionistas. Desse modo, serão apresentadas as especificidades que caracterizam o mercado de capitais brasileiro sob a ótica da política de dividendos.

A legislação societária brasileira garante a participação dos acionistas nos lucros auferidos pela empresa. O principal marco desta legislação é a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, denominada Lei das Sociedades por Ações. Desde sua publicação, esta legislação sofreu alterações significativas através dos conteúdos da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997 e Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001. Este arcabouço regulamentar fornece os condicionamentos aos quais as sociedades por ações devem obedecer, incluindo as normativas referentes aos modelos de políticas de dividendos aceitos, descritos ao longo da Seção III do Capítulo XVI da Lei nº 6.404/76.

O principal objetivo da referida Lei nº 6.404/76, no que tange a distribuição de dividendos, consiste em zelar pela integridade do capital social, vedando a distribuição de recursos que não sejam provenientes da geração do lucro, conforme dispõe o artigo 201:

Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.

A Lei nº 6.404/76 e suas respectivas alterações dispõem de maneira precisa sobre as condições para estabelecimento da política de distribuição dos lucros e busca garantir o direito do acionista de participar dos lucros por meio da figura do dividendo obrigatório. Embora a lei seja precisa quanto às normas para distribuição dos lucros, ela fornece flexibilidade para que cada sociedade por ação estabeleça suas políticas, desde que obedeçam aos seus direcionamentos regulatórios.

Estes direcionamentos estão descritos em seu artigo 202, que garante o direito dos acionistas receberem como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto. No caso do estatuto ser omissivo quanto ao percentual de dividendo obrigatório, a empresa fica obrigada a pagar 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício, diminuído ou acrescido da importância destinada à constituição da reserva legal, e da importância destinada à formação da reserva para contingências e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores.

As companhias que possuem estatuto omissivo, quanto ao percentual de distribuição dos lucros, que decidirem introduzir dispositivo sobre a matéria, por meio de assembleia geral, estarão sujeitas ao percentual mínimo de 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado, conforme estabelecido no §2º, do artigo 202, da Lei nº 6.404/76.

Além de fornecer flexibilidade para estabelecimento do percentual de distribuição dos lucros, através disposições do estatuto de cada empresa, a Lei nº 6.404/76 busca assegurar proteção aos acionistas minoritários pela redação do §1º, do artigo 202:

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

A Lei nº 6.404/76 estabelece em seu artigo 205 que a companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação. Os dividendos deverão ser pagos por cheque nominativo ou mediante crédito em conta corrente aberta em nome do acionista. O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

O dividendo obrigatório, tratado pelo artigo 202 da Lei nº 6.404/76, deixará de ser compulsório nos casos em que a situação financeira da companhia esteja imprópria para a distribuição dos lucros, desde que: (i) os órgãos da administração informem à assembleia-geral ordinária; (ii) o conselho fiscal, se em funcionamento, forneça parecer sobre esta informação; e (iii) os administradores encaminhem à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia, conforme §4º do referido artigo.

Ressalta-se que o pagamento de dividendo obrigatório é devido a todas as ações da companhia. Entretanto, a legislação brasileira permite a composição do capital societário por meio de tipos distintos de ações, como as ordinárias e as preferenciais, tendo as últimas vantagens na distribuição dos lucros. Para que ações preferenciais, sem direito a voto ou com restrição quanto ao exercício deste direito, possam ser negociadas no mercado de capitais brasileiro, é necessário que pelo menos umas das três vantagens, descritas nos incisos I, II e III, do §1º, do artigo 17, da Lei nº 6.404/76, constem no estatuto da companhia, conforme apresentado a seguir:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério;

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

O artigo 111 da Lei nº 6.404/76 concede às ações preferenciais sem direito de voto o exercício deste direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a 3 (três) exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos; direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

3.2 Aspectos fiscais da política de dividendos

Desde o trabalho de Miller e Modigliani (1961), a tributação vem sendo classificada como a principal imperfeição do mercado que pode estabelecer uma relação entre a carga tributária inerente às distribuições de lucros e o valor da empresa. Este pressuposto da teoria de finanças possibilitou o desenvolvimento da corrente radical, que argumenta contra os dividendos, nos ambientes em que há diferenciação de carga tributária sobre os investidores do mercado. Desse modo, fica necessária a apresentação dos aspectos tributários atuais do mercado de capitais brasileiro, no que se referem aos dividendos, aos juros sobre o capital próprio e aos ganhos de capital.

Como principal marco da legislação tributária atual sobre os dividendos pode-se citar a Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, que eliminou a alíquota de

15% prevista na Lei nº 8.849, de 28 de janeiro de 1994. Em seu artigo 10, observa-se o seguinte texto:

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Outra importante inovação da Lei nº 9.249/95 foi a introdução dos Juros Sobre o Capital Próprio – JSCP, através do seu artigo 9º:

Art. 9º - A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

Os juros sobre o capital próprio se tratam de um instrumento legal alternativo para remunerar os acionistas. A partir da publicação desta legislação, os juros sobre o capital próprio passaram a ser passíveis de contabilização, gerando vantagens fiscais para as empresas. Ressalta-se que a remuneração dos acionistas, por meio deste instrumento, é uma opção oferecida pela legislação aos gestores, a qual pode ser incorporada ao valor do dividendo obrigatório tratado no artigo 202 da 6.404/76. Silva (2004) cita, como um dos principais motivadores da introdução da figura dos juros sobre o capital próprio, a extinção da correção monetária do balanço, já que benefícios fiscais foram extintos e deveriam ser compensados de maneira alternativa.

A Lei nº 9.249/95 instituiu a incidência de imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento (15%), na data do pagamento ou crédito ao beneficiário, sobre o pagamento de juros sobre o capital próprio aos acionistas. O valor para o

pagamento de juros sobre o capital próprio limita-se a 50% do maior entre os seguintes valores (SILVA, 2004):

- a) lucro líquido do período antes do registro destes juros e da provisão para imposto de renda;
- b) saldo de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos de apurações anteriores.

Como se pode verificar, a legislação brasileira oferece opções para a distribuição de lucros ao acionista, já que, inicialmente, existem duas alternativas: dividendos e juros sobre o capital próprio. Verifica-se que para as duas opções oferecidas existem cargas tributárias distintas sobre os investidores, o que potencializa a imperfeição de mercado mencionada por Miller e Modigliani (1961), pois hipoteticamente as empresas poderiam modelar suas políticas de distribuição no intuito de atrair investidores. Ressalta-se que as empresas ainda poderão repassar lucros aos acionistas por meio da recompra de ações, fato que nos remete à tributação vigente sobre os ganhos de capital.

A tributação de imposto de renda sobre ganho de capital auferido com a venda de ações vem sendo alterada ao longo da década de 90. O artigo 38 da Lei nº 11.196, de 21 de novembro 2005, propõe a mais atual alteração da carga tributária referente ao assunto, pela alteração do artigo 22 da Lei nº 9.250, de 26 de dezembro de 1995, que passou a vigorar da seguinte forma:

Art. 22 – Fica isento do imposto de renda o ganho de capital auferido na alienação de bens e direitos de pequeno valor, cujo preço unitário de alienação, no mês em que esta se realizar, seja igual ou inferior a:

I - R\$ 20.000,00 (vinte mil reais), no caso de alienação de ações negociadas no mercado de balcão;

II - R\$ 35.000,00 (trinta e cinco mil reais), nos demais casos.

Ao se analisar o cenário atual dos aspectos fiscais inerentes ao mercado de capitais brasileiro, passa-se a verificar que a legislação oferece opções diferentes

que fornecem alternativas aos investidores. A carga tributária sobre o ganho de capital fornece dois aspectos a serem observados pelos investidores de mercado: (i) o montante de investimento e (ii) o mercado de negociação.

O cenário atual da legislação fiscal brasileira, acerca da remuneração do acionista, torna a análise do mercado de capitais mais complexa. Qualquer investidor do mercado de capitais brasileiro teria, no mínimo, três opções de remunerar seu capital, as quais sofrem cargas tributárias distintas. Ao se considerar a hipótese do efeito clientela no mercado brasileiro, devido ao fato de diferentes opções serem oferecidas aos investidores, qualquer análise do efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa, assim como sobre a interpretação das mudanças nos níveis de dividendos – a qual é o objetivo principal deste trabalho – requer atenção sob o aspecto tributário.

4 METODOLOGIA

4.1 Método

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 modelos de regressão e os métodos estatísticos utilizados para análise dos resultados, assim como as limitações da metodologia empregada nesta pesquisa também serão objetos de apresentação.

A presente pesquisa tem como objetivo principal verificar se é possível capturar conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto, ocorridas no mercado de capitais brasileiro. Busca-se examinar empiricamente se o mercado interpreta mudanças de dividendos como sinais de persistência das mudanças passadas dos lucros. Para que o objetivo principal seja atendido, será realizada uma análise estatística de dados, que pode ser conceituada como uma técnica aplicada à investigação das frequências de fenômenos e de suas distribuições, bem como à investigação das relações entre variáveis ou entre modalidades de variáveis (QUIVY & CAMPENHOUDT, 1998, p. 223).

As análises ocorrerão por meio da aplicação de modelos de regressão múltipla, inspirados no arcabouço teórico apresentado durante a fundamentação teórica. Os testes e medidas estatísticas utilizadas para análise da relação das variáveis, assim como para análise do poder de explicação dos modelos, estão baseados nos trabalhos publicados em âmbito internacional e nacional acerca da relação entre o valor da empresa e as mudanças de dividendos.

De maneira geral, serão aplicados modelos de regressão múltipla para análise de variáveis quantitativas e qualitativas que derivam do retorno das ações, das mudanças dos lucros e das mudanças dos dividendos. Pela aplicação destes modelos,

busca-se verificar se mudanças dos pagamentos dividendos possuem conteúdo informacional, acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes dos lucros. Para isso, pretende-se estabelecer uma relação entre os lucros, os dividendos e a interpretação do mercado diante das mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto.

Embora a metodologia adotada se fundamente em uma análise estatística de dados, a qual se utiliza, em grande parte, de variáveis quantitativas, o objeto de observação está situado no âmbito das ciências sociais. Adota-se como premissa para execução deste trabalho o pensamento de Prigogine e Stengers (1997) acerca da nova ciência, a qual se demonstrou ao homem como um jogo arriscado, em que o objeto observado possui extrema capacidade de desconstrução do simbolismo criado pelo sujeito observador. Por isso, o que se pretende nesta pesquisa é verificar, por meio de modelos estatísticos, a presença ou a ausência de conteúdo informacional das mudanças de dividendos, sem subestimar, em hipótese alguma, a complexidade do objeto estudado e as limitações do método utilizado. Almeja-se obter uma descrição acerca do objeto estudado, para um determinado período e para uma determinada amostra e, de maneira alguma, qualquer tipo de prescrição quanto ao seu comportamento.

4.2 Hipóteses

Este estudo examina a relação entre a reação do mercado e as mudanças ocorridas nos valores de dividendos pagos e as mudanças passadas dos lucros das empresas. Portanto, parte-se da premissa de que o mercado utiliza informações disponíveis para avaliação de seus investimentos e, portanto, considera informações como a lucratividade da empresa e seus dividendos pagos como informações relevantes para avaliação de ações. Entretanto, considera-se que as interpretações do mercado acerca da variação da lucratividade da empresa podem ser complementadas pelas mudanças posteriores de seus dividendos. Desse modo, a mudança de dividendos

complementa as informações acerca da persistência das mudanças históricas dos lucros. Uma mudança de dividendos com o mesmo sinal das mudanças passadas dos lucros seria interpretada pelos investidores como uma evidência de que as mudanças passadas dos lucros tenderiam a persistir, fazendo com que os investidores reavaliem suas ações na mesma direção das mudanças passadas dos lucros. Sob o argumento de que “a hipótese equivale habitualmente à suposição verossímil, depois comprovável ou denegável pelos fatos” (CERVO & BERVIAN, 2002, p. 86), descreve-se tal hipótese como a seguir.

- **Hipótese 1:** quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é positivamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.

A análise realizada tem, também, como objetivo verificar se o sinal (positivo ou negativo) das mudanças de dividendos possui influência sobre a reação do mercado. Fama e French (2000) demonstraram que aumentos de lucros são, provavelmente, mais persistentes do que as quedas de lucros. Portanto, se a expectativa sobre a persistência de quedas de lucros é menor do que a expectativa sobre a persistência de aumento de lucros, pode-se inferir que um corte nos dividendos precedido por uma queda nos lucros – fato que indicaria a persistência de queda de lucros – tenderia a causar uma maior reavaliação das ações pelo mercado, do que um aumento nos dividendos precedido por um aumento nos lucros. Desse modo, pode-se descrever a hipótese como se segue.

- **Hipótese 2:** a relação positiva entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior nos casos de redução dos dividendos, que confirma a persistência de queda dos lucros do que nos casos de aumento dos dividendos, que confirma a persistência de aumento dos lucros.

No intuito de aprofundar o estudo acerca do conteúdo informacional das mudanças nos dividendos precedidas por mudanças nos lucros, busca-se analisar a interpretação do mercado a partir da magnitude das mudanças de dividendos. Lintner (1956) descobriu que os gestores tendem a suavizar as alterações nos dividendos com objetivo de se protegerem das incertezas quanto aos lucros futuros. Portanto, as empresas realizariam ajustes parciais nos pagamentos de dividendos, ou seja, ajustariam os dividendos em uma fração das mudanças recentes dos lucros. A intuição nos remete que uma mudança maior nos dividendos em relação à mudança precedente de lucros seria um sinal evidente de que os gestores estariam mais confiantes em relação à persistência da mudança de lucratividade. Em contrapartida, pouca informação acerca da persistência dos lucros seria transferida nos casos em que a mudança nos dividendos é pequena em relação à mudança precedente dos lucros. Para exemplificar, um aumento de um real no crescimento nos lucros seguido por um aumento de dez reais nos dividendos indicaria que os gestores estariam muito confiantes acerca da persistência da variação passada dos lucros. Todavia, um aumento de um real nos lucros seguido por um aumento de dez centavos nos dividendos seria um sinal impreciso sobre a persistência da mudança precedente dos lucros. Portanto, este seria o embasamento para a hipótese a seguir.

- **Hipótese 3:** quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a relação positiva entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.

Adicionalmente, busca-se o conteúdo informacional das mudanças de dividendos nos casos em que estas possuem sinais opostos aos sinais das mudanças precedentes dos lucros. Portanto, a suposição seria de que, para estes casos, existe uma relação negativa entre a reação do mercado e a mudança precedente dos lucros, diante de um evento que contradiz o histórico de lucratividade. Em suma, quando uma

mudança nos dividendos indicar que a mudança precedente dos lucros tende a não persistir, espera-se uma relação negativa entre a reação do mercado e a mudança de lucros precedente ao anúncio da mudança de dividendos. Pode-se descrever esta hipótese como a seguir.

- **Hipótese 4:** quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é negativamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.

De acordo com o trabalho de Fama e French (2000), sobre séries temporais de lucros, aumentos de lucros são mais prováveis que quedas de lucros. Em continuação à análise para os casos em que mudanças de dividendos são precedidas por mudanças de lucros de sinais opostos; espera-se que a reação do mercado seja mais acentuada em situações em que cortes nos dividendos são precedidos por aumento dos lucros – evento que indicaria a não persistência do aumento dos lucros – do que em situações em que aumentos de dividendos são precedidos por quedas nos lucros – evento que indicaria a não persistência da queda dos lucros. A hipótese, então, poderia ser descrita como a seguir.

- **Hipótese 5:** a relação negativa entre a reação do mercado, em torno da data de mudança dos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior para as quedas nos dividendos que contestam as elevações precedentes dos lucros do que para os aumentos dos dividendos que contestam as quedas precedentes dos lucros.

Adicionalmente, verifica-se se, para os casos em que mudanças de dividendos são precedidas por mudanças de lucros de sinal oposto, a proporção entre o valor da mudança de dividendos e valor da mudança precedente de lucros possui

conteúdo informacional. Acredita-se que menos informação, acerca da persistência das mudanças precedentes dos lucros, é fornecida nos casos em que a proporção entre o valor da mudança dos dividendos e o valor da mudança precedente dos lucros é pequena. Portanto, quanto maior a proporção entre a mudança dos dividendos e mudança precedentes dos lucros, quando estas têm sinais opostos, mais negativa seria a relação entre a reação do mercado e a mudança precedente dos lucros. A quantidade de informação disponível ao mercado seria mensurada pela proporção citada, o que permite descrever a hipótese da seguinte maneira:

- **Hipótese 6:** quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a relação negativa entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.

4.3 Seleção da amostra

A seleção da amostra utilizada nesta pesquisa partiu da população de empresas de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa Valores de São Paulo (Bovespa), que anunciaram o pagamento de dividendos entre o período de 2000 e 2006. Os anúncios de dividendos foram coletados a partir da base de registro de proventos da Bovespa. Foram analisados todos os registros de anúncios de dividendos ocorridos no período citado. Para que as observações fossem selecionadas para amostra analisada neste estudo, os seguintes critérios foram atendidos:

- (i) a empresa deveria possuir, nos registros de proventos da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), ao menos um pagamento de dividendo que tenha periodicidade anual;
- (ii) para que o dividendo tenha sido considerado anual, seu anúncio deveria ter ocorrido no prazo entre 350 a 380 dias posteriores ao último anúncio de pagamento de dividendos realizado pela empresa;

- (iii) a empresa deveria possuir suas demonstrações financeiras anuais registradas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), referente aos dois exercícios anteriores e a pelo menos um exercício posterior à data de anúncio que caracterizou a mudança nos dividendos;
- (iv) as ações da empresa devem ter sido negociadas em pelo menos um dos cinco dias que circundaram a data do anúncio que caracterizou a mudança nos dividendos;
- (v) as mudanças nos lucros, assim como as mudanças nos dividendos, deveriam ter sido diferentes de zero.

Entende-se como mudança nos dividendos a diferença em percentual entre o dividendo pago por ação no ano n e o dividendo pago por ação no ano $n-1$. Entende-se como mudança nos lucros a diferença em percentual entre o lucro por ação do ano n e o lucro por ação do ano $n-1$.

Não foram considerados para amostra os anúncios de pagamentos de juros sobre o capital próprio, recompra de ações, desdobramentos e bonificações no intuito de diminuir possíveis impactos do efeito clientela sobre a amostra estudada.

4.4 Segmentação da amostra

Para a realização dos testes das hipóteses descritas, a amostra selecionada teve que ser subdividida em duas segmentações. Na primeira segmentação, foram consideradas mudanças de lucros seguidas de mudanças de dividendos de mesmo sinal. Na segunda segmentação, foram consideradas mudanças de lucros seguidas de mudanças de dividendos de sinal oposto. A seguir segue o detalhamento das duas segmentações.

Primeira segmentação da amostra

Nesta segmentação da amostra, foram consideradas observações cujas mudanças nos lucros foram seguidas de mudanças de dividendos de mesmo sinal e servem como base para o teste da Hipótese 1, da Hipótese 2 e da Hipótese 3. A seguir segue tabela elucidativa:

TABELA 01 – CRITÉRIO PARA A PRIMEIRA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

Sinal da Mudança precedente dos lucros	Sinal da Mudança dos Dividendos
Positivo	Positivo
Negativo	Negativo

Fonte: autor.

Segunda segmentação da amostra

Nesta segmentação da amostra, foram consideradas observações cujas mudanças nos lucros foram seguidas de mudanças de dividendos de sinal oposto e servem como base para o teste da Hipótese 4, da Hipótese 5 e da Hipótese 6. A seguir, segue tabela elucidativa:

TABELA 02: CRITÉRIO PARA A SEGUNDA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

Sinal da Mudança precedente dos lucros	Sinal da Mudança dos Dividendos
Negativo	Positivo
Positivo	Negativo

Fonte: autor.

4.5 Método de análise para a primeira segmentação da amostra

A metodologia adotada consiste em uma análise estatística de dados, na qual são aplicados modelos de regressão. Com o objetivo de analisar a relação entre a

reação do mercado e as mudanças precedentes dos lucros, em torno da data de mudança nos dividendos, o seguinte modelo de regressão múltipla foi aplicado à primeira segmentação da amostra:

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (12)$$

Sendo:

$CAR_{t,i}$ = retorno anormal acumulado das ações da firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual;

$\Delta LUCRO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual;

$\Delta FUTURO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual;

$\varepsilon_{t,i}$ = termo de erro.

O modelo apresentado na equação (12) foi baseado no trabalho publicado por Koch e Sun (2004) e tem como objetivo testar a Hipótese 1, a qual sugere a seguinte relação: *quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é positivamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.*

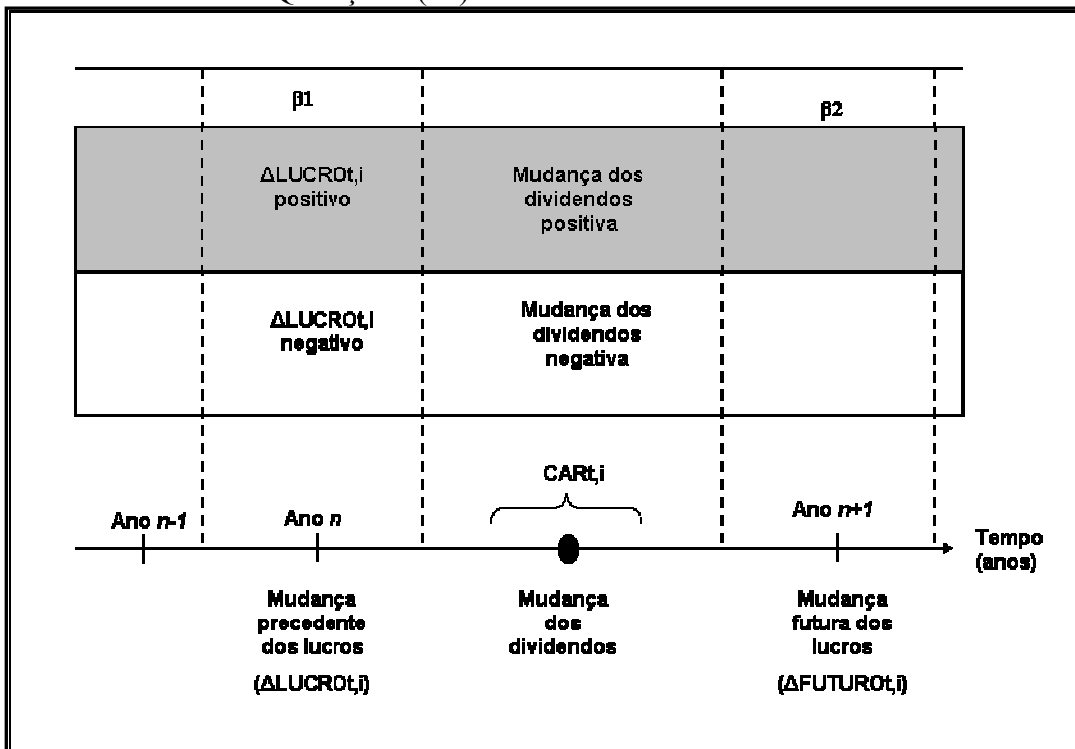
Dessa forma, espera-se encontrar uma relação positiva entre o retorno anormal acumulado das ações da firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos ($CAR_{t,i}$) e o coeficiente definido para a mudança precedente dos lucros (β_1). O coeficiente β_1 mede o grau em que a mais recente mudança de lucros está, estatisticamente, relacionada com a reação do mercado em torno do anúncio da mudança dos dividendos. A Hipótese 1 pressupõe que β_1 seja maior do que zero.

Healy e Palepu (1988) demonstraram que a variação dos lucros, após a mudança na política de dividendos, foi positivamente relacionada com os retornos

anormais das ações em torno da data de anúncio da iniciação ou da omissão de dividendos, demonstrando uma antecipação do mercado acerca dos lucros futuros. Com base nesta evidência, foi inserida a variável $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$. O coeficiente β_2 , definido para $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$, mede o grau em que a variação futura dos lucros é antecipada pelo mercado em torno da data de anúncio da mudança nos dividendos. Espera-se que haja uma relação positiva entre a reação do mercado ($\text{CAR}_{t,i}$) e a variação futura dos lucros referente ao primeiro ano subsequente à data de mudança nos dividendos ($\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$).

A ilustração do modelo descrito na equação (12), referente ao teste da Hipótese 1, é apresentada na Figura 02.

FIGURA 02 - ILUSTRAÇÃO DA RELAÇÃO DO MODELO APRESENTADO NA EQUAÇÃO (12) – TESTE DA HIPÓTESE 1



Fonte: autor.

A teoria do conteúdo informacional dos dividendos supõe que as mudanças nos dividendos possuem informações importantes quanto ao desempenho futuro da empresa. A Hipótese 1, testada pelo modelo da equação (12), supõe que uma

mudança nos lucros seguida de uma mudança nos dividendos de mesmo sinal seria interpretada pelo mercado como uma sinalização de que as mudanças nos níveis de lucros persistiriam.

A figura 2 demonstra que serão consideradas para amostra apenas as observações em que a mudança precedente dos lucros ($\Delta\text{LUCRO}_{t,i}$) apresentarem o mesmo sinal que a mudança dos dividendos. A variável ($\text{CAR}_{t,i}$) será utilizada para se observar a reação do mercado frente à relação entre a variável $\Delta\text{LUCRO}_{t,i}$ e o sinal da mudança dos dividendos, que será mensurada pelo coeficiente β_1 .

Como se pode observar, a mudança dos dividendos não é uma variável dependente que compõe o modelo (12), já que, nesse instante, o que se procura investigar é a interpretação do mercado frente ao possível conteúdo informacional da mudança dos dividendos, seja esta positiva ou negativa. Entretanto, diferentes interpretações do mercado diante dos sinais (positivo ou negativo) das mudanças nos lucros e das mudanças nos dividendos deverão ser consideradas.

Lintner (1956) demonstrou que os gestores omitiriam dividendos na medida em que não estivessem confortáveis acerca dos níveis de lucros futuros da empresa. Sant e Cowan (1994) evidenciaram a elevação na variância dos lucros, após a omissão de dividendos, demonstrando que a omissão seria resultado da diminuição da previsibilidade dos lucros. Mais tarde, Fama e French (2000) demonstraram que aumentos de lucros são, provavelmente, mais persistentes do que as quedas de lucros. Portanto, se a expectativa sobre a persistência de quedas de lucros é menor do que a expectativa sobre a persistência de aumentos de lucros, pode-se inferir que um corte nos dividendos precedido por uma queda nos lucros causaria uma reavaliação mais significativa das ações, do que um aumento nos dividendos precedido por um aumento nos lucros. Assim, descreve-se a Hipótese 2: *a relação positiva entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior nos casos de redução dos dividendos, que confirma a persistência de queda dos lucros do que nos casos de aumento dos dividendos, que confirma a persistência de aumento dos lucros.*

Para testar a Hipótese 2, aplicar-se-á, à primeira segmentação da amostra, o seguinte modelo:

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$$

(13)

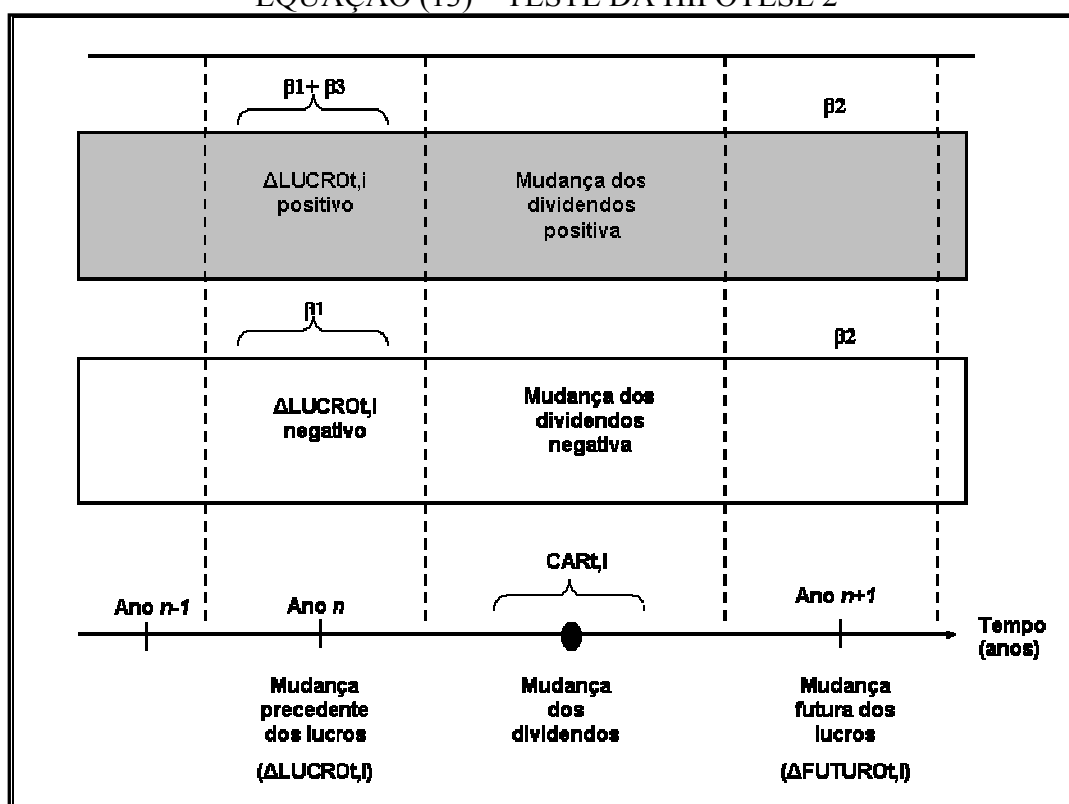
sendo:

SINDUM = variável qualitativa que possui valor de um, se a mudança precedente do lucro por ação foi positiva e zero para qualquer outro caso.

As demais variáveis do modelo (13) possuem os mesmos significados descritos para o modelo estabelecido na equação (12). Para as firmas com mudança precedente de lucros negativa, a relação entre a reação do mercado em torno da data de mudança de dividendos e a mudança de lucro precedente é fornecida por β_1 . Para as firmas com mudança precedente de lucros positiva, a relação entre a reação do mercado em torno da data de mudança de dividendos e a mudança de lucro precedente, é fornecida por $\beta_1 + \beta_3$. O coeficiente β_3 captura o grau em que a relação entre o efeito do anúncio de dividendos e a mudança precedente de lucros difere, devido ao sinal da mudança de lucros. Nesse sentido, para que a Hipótese 02 se confirme é necessário que o coeficiente β_3 seja negativo.

O esperado é que a reação do mercado seja mais significativamente positiva, nos casos em que o ocorrem quedas nos lucros, seguidas de quedas nos dividendos – fato que teria o conteúdo informacional apontando para a persistência nas quedas dos lucros. De maneira alternativa, pode-se afirmar que a Hipótese 2 é corroborada se $\beta_1 > \beta_1 + \beta_3$. Para que isso ocorra, o resultado de β_3 deve ser negativo. Na página seguinte segue figura 03 que ilustra o modelo proposto.

FIGURA 03 – ILUSTRAÇÃO DA RELAÇÃO DO MODELO APRESENTADO NA EQUAÇÃO (13) – TESTE DA HIPÓTESE 2



Fonte: Autor.

O trabalho de Lintner (1956) evidenciou que os gestores tendem a suavizar as alterações nos dividendos com o objetivo de se protegerem das incertezas quanto aos lucros futuros. Nesse sentido, ajustariam parcialmente os pagamentos de dividendos, ou seja, ajustariam os dividendos em uma fração das mudanças recentes dos lucros. Asquith e Mullins (1983) investigaram o impacto dos dividendos sobre o bem-estar dos acionistas de empresas que pagaram dividendos pela primeira vez em sua história e de empresas que pagaram dividendos após um intervalo de dez anos. Os resultados demonstraram que, para a amostra definida, o início do pagamento de dividendos ampliou o bem-estar do acionista e que o retorno anormal das ações estava relacionado com a magnitude dos dividendos pagos.

Infere-se que uma mudança mais significativa nos níveis de dividendos em relação à mudança precedente de lucros seria um sinal evidente de que os gestores estariam mais confiantes em relação à persistência na mudança dos lucros. Em

contrapartida, pouca informação acerca da persistência dos lucros seria transferida nos casos em que a mudança nos dividendos é pequena em relação à mudança precedente dos lucros. Este raciocínio retoma o texto da Hipótese 3: *quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a relação positiva entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.*

Para testar a Hipótese 3, será aplicado o seguinte modelo:

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$$

(14)

sendo:

MAGDUMX = variável qualitativa que possui valor de um, se o produto da divisão entre o valor percentual da mudança dos dividendos por ação e o valor percentual da mudança precedente do lucro por ação estiver no quartil X, e zero nos demais casos, em que os quartis vão de um a quatro.

O quartil 1 é aquele que contém as menores frações do produto da divisão entre o valor percentual da mudança dos dividendos por ação e o valor percentual da mudança precedente do lucro por ação. O quartil 4 é aquele que representa as maiores frações da referida divisão. As demais variáveis do modelo (14) possuem os mesmos significados descritos para o modelo estabelecido na equação (12).

O coeficiente β_1 se refere ao quartil 1 da amostra das frações. O coeficiente β_2 se refere ao quartil 2 da amostra e assim sucessivamente. Espera-se que a magnitude das mudanças de dividendos tenha relação direta com a reação do mercado e, portanto, quanto maior for a fração entre os dividendos por ação e o lucro precedente por ação, mais significativamente positiva seria a relação entre a reação do mercado em torno do anúncio da mudança de dividendos e a mudança precedente dos lucros. Espera-se $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4$. Para que a Hipótese 3 seja corroborada é necessário

que o coeficiente do quartil com as menores frações (β_1) se eleve ao se movimentarem em direção ao quartil com as maiores frações (β_4).

4.6 Método de análise para a segunda segmentação da amostra

Os modelos aplicados à primeira segmentação da amostra tiveram como objetivo analisar a reação mercado nos casos em que uma mudança nos lucros é seguida por uma mudança de dividendos de mesmo sinal. Portanto, busca-se identificar se o mercado interpretaria esses casos como um sinal da persistência das mudanças nos lucros.

Para a segunda segmentação da amostra, parte-se da suposição de que uma mudança nos lucros, seguida de uma mudança nos dividendos de sinal oposto, indicaria a descontinuidade das mudanças de lucros, ou seja, uma inversão nas taxas de mudanças de lucratividade da empresa. Nestes casos, o mercado interpretaria que os gestores estariam transferindo a informação de que não seria possível manter as mudanças precedentes nos lucros. Nos casos em que a empresa apresenta elevações nos lucros e uma posterior queda nos dividendos, o mercado interpretaria que as elevações seriam insustentáveis no futuro e, por isso, agiriam reavaliando o preço de suas ações negativamente. O contrário aconteceria para as empresas que vêm de uma queda nos lucros e apresentam uma elevação na taxa de dividendos, já que o mercado agiria reavaliando positivamente suas ações.

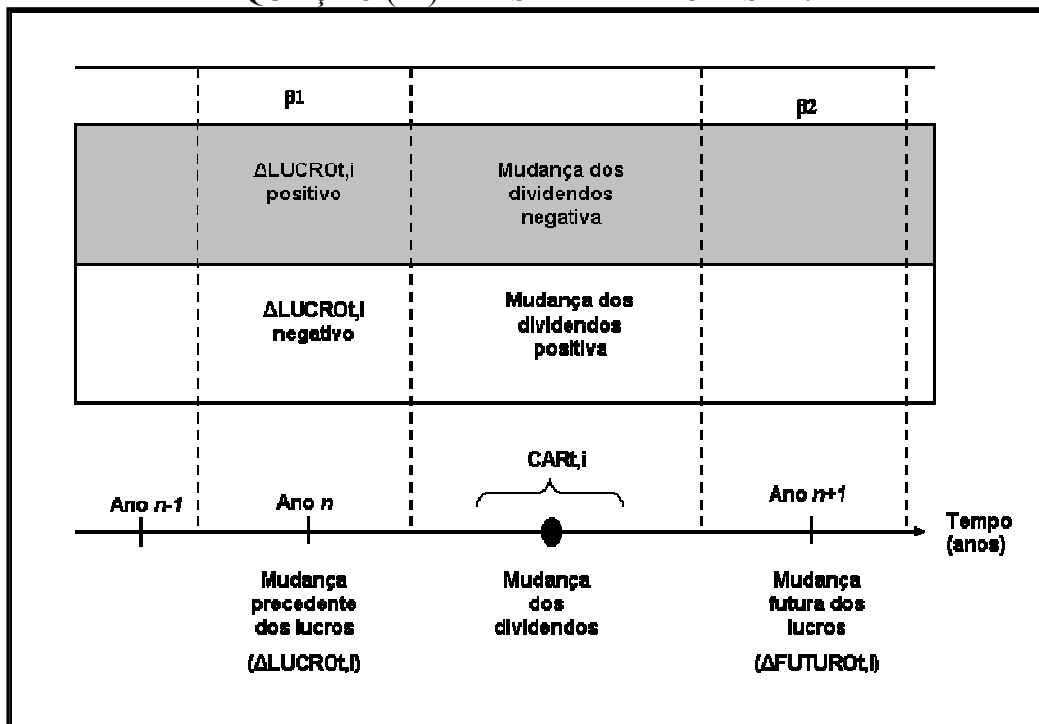
Em suma, quando uma mudança nos dividendos indicar que a mudança precedente dos lucros tende a não persistir, espera-se uma relação negativa entre a reação do mercado e a mudança de lucros precedente ao anúncio da mudança de dividendos. Pode-se descrever a Hipótese 4 da seguinte maneira: *quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é negativamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.* Para testar a Hipótese 4 aplicar-se-á o modelo de regressão descrito na equação (12):

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (12)$$

Dessa forma, espera-se encontrar uma relação negativa entre o retorno anormal acumulado das ações da firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos ($CAR_{t,i}$) e o coeficiente definido para a mudança precedente dos lucros (β_1). Assim, o coeficiente β_1 mede o grau em que a mais recente mudança de lucros está, estatisticamente, relacionada com a reação do mercado em torno do anúncio da mudança dos dividendos. A Hipótese 4 pressupõe que β_1 seja menor do que zero.

O coeficiente β_2 , definido para $\Delta FUTURO_{t,i}$, mede o grau em que a mudança futura dos lucros é antecipada pelo mercado em torno da data de anúncio da mudança nos dividendos. Espera-se que haja uma relação positiva entre a reação do mercado ($CAR_{t,i}$) e a mudança futura dos lucros referente ao ano subsequente à data de mudança nos dividendos ($\Delta FUTURO_{t,i}$). A ilustração do modelo descrito na equação (12), referente ao teste da Hipótese 4, é apresentada na Figura 04.

FIGURA 04 – ILUSTRAÇÃO DA RELAÇÃO DO MODELO APRESENTADO NA EQUAÇÃO (12) – TESTE DA HIPÓTESE 4.



Fonte: autor

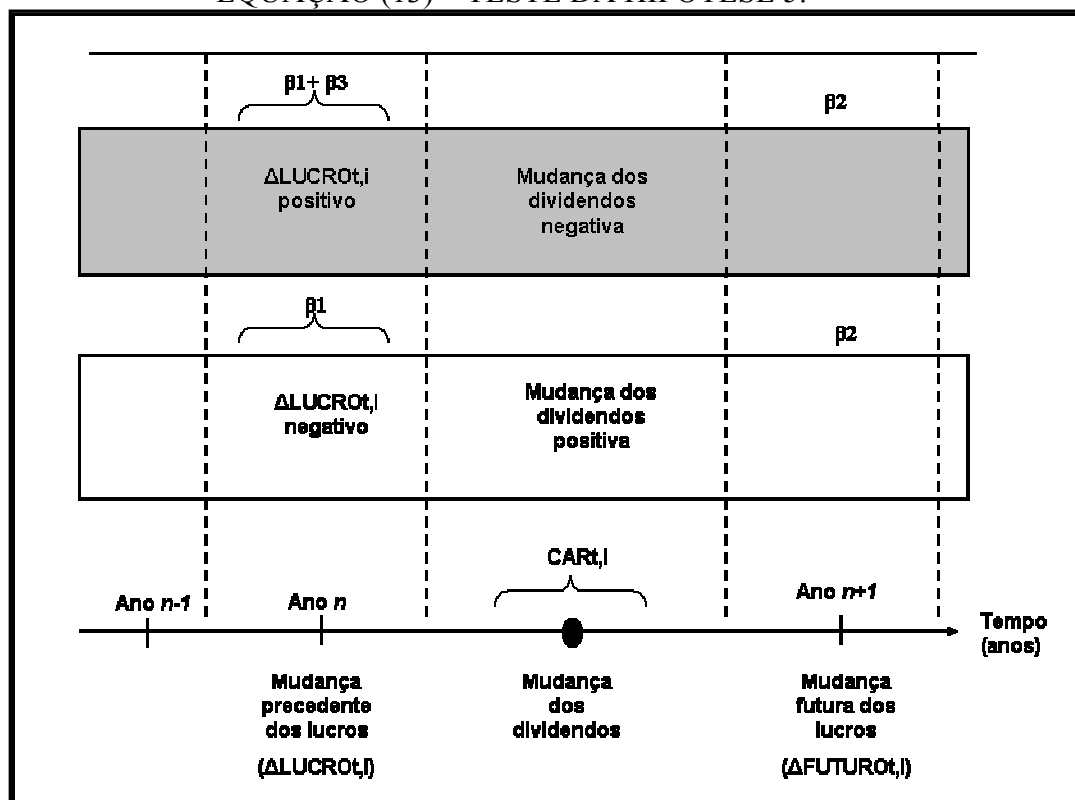
Fama e French (2000), em seu trabalho sobre séries temporais de lucros, verificaram que aumentos de lucros são mais prováveis do que quedas de lucros. Espera-se que a reação do mercado seja mais acentuada em situações em que cortes nos dividendos são precedidos por aumento dos lucros – evento que indicaria a não persistência do aumento dos lucros – do que em situações em que aumentos de dividendos são precedidos por quedas nos lucros – evento que indicaria a não persistência da queda dos lucros. Desse modo, apresentamos a descrição da Hipótese 5: *a relação negativa entre a reação do mercado, em torno da data de mudança dos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior para as quedas nos dividendos que contestam as elevações precedentes dos lucros do que para os aumentos dos dividendos que contestam as quedas precedentes dos lucros.* Para o teste da Hipótese 5, aplicar-se-á o modelo de regressão descrito na equação (13):

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$$

(13)

Para as firmas com mudança precedente de lucros negativa, a relação entre a reação do mercado, em torno da data de mudança de dividendos e a mudança de lucro precedente, é fornecida por β_1 . Para as firmas com mudança precedente de lucros positiva, a relação entre a reação do mercado, em torno da data de mudança de dividendos e a mudança de lucro precedente, é fornecida por $\beta_1 + \beta_3$. O coeficiente β_3 captura o grau em que a relação entre o efeito do anúncio de dividendos e a mudança precedente de lucros difere devido ao sinal da mudança de lucros. Nesse sentido, para que a Hipótese 05 se confirme, é necessário que se apresente $\beta_1 < \beta_1 + \beta_3$. A Figura 05 ilustra o modelo proposto, na página seguinte.

FIGURA 05: ILUSTRAÇÃO DA RELAÇÃO DO MODELO APRESENTADO NA EQUAÇÃO (13) – TESTE DA HIPÓTESE 5.



Fonte: Autor.

Seguindo os preceitos do trabalho de Lintner (1956), o qual evidenciou que os gestores tendem a suavizar as alterações nos dividendos com objetivo de se protegerem das incertezas quanto aos lucros futuros, supõe-se que estes alterariam parcialmente os pagamentos de dividendos, ou seja, ajustariam os dividendos em uma fração das mudanças recentes dos lucros. Assim, pouca informação quanto ao futuro da empresa seria transferida, nos casos em que ocorressem mudanças pequenas nos dividendos. Grandes mudanças nos níveis de dividendos seriam interpretadas como uma sinalização de que os gestores estariam confortáveis em prever os níveis de lucratividade. Este raciocínio retoma o texto da Hipótese 6: *quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a relação negativa entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.*

Para o teste da Hipótese 6, aplicar-se-á o modelo descrito na equação (14):

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$$

(14)

Espera-se que a magnitude das mudanças de dividendos tenha relação direta com a reação do mercado e, assim, quanto maior for a fração entre a mudança dos dividendos por ação e a mudança precedente do lucro por ação, mais significativamente negativa seria a relação entre a reação do mercado em torno do anúncio da mudança de dividendos e a mudança precedente dos lucros. Espera-se, para isso, este resultado: $\beta_1 > \beta_2 > \beta_3 > \beta_4$. Para que a Hipótese 6 seja corroborada é necessário que o coeficiente do quartil com as menores frações (β_1) diminua ao movimento em direção ao quartil com as maiores frações (β_4).

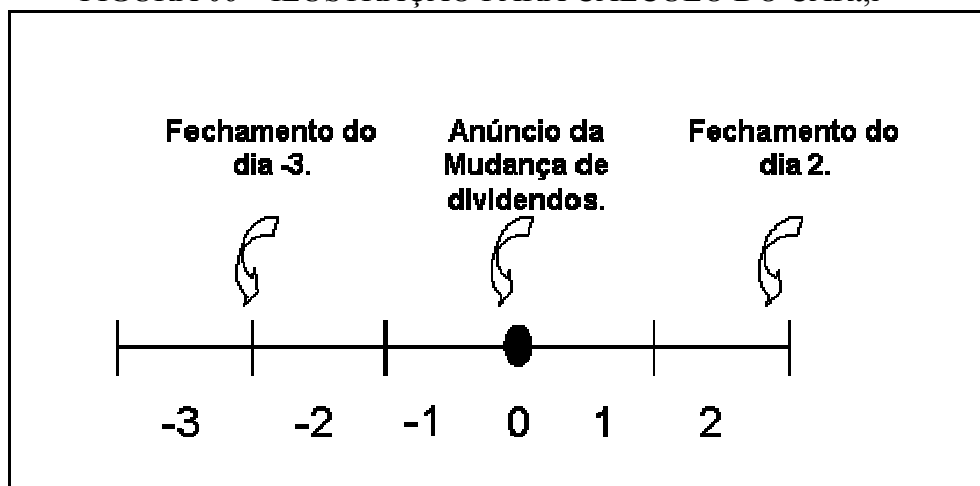
4.7 Variáveis

Este tópico tem como objetivo apresentar a conceituação e a forma de cálculo utilizada para todas as variáveis quantitativas que compuseram os modelos de regressão apresentados nos tópicos sobre o método de análise.

a) $CAR_{t,i}$

O cálculo do retorno anormal acumulado das ações durante os cinco dias que circundam o anúncio da mudança de dividendos foi realizado a partir da diferença entre o retorno acumulado das ações e o retorno acumulado do IBOVESPA. Para facilitar o entendimento do cálculo da variável, é apresentada a Figura 06:

FIGURA 06 – ILUSTRAÇÃO PARA CÁLCULO DO $CAR_{t,i}$



Fonte: autor.

Desse modo, calcula-se o $CAR_{t,i}$ da ação da empresa i através do retorno entre o fechamento do dia -3 e o fechamento do dia 2, menos o retorno do IBOVESPA entre o fechamento do dia -3 e o fechamento do dia 2. Conforme a equação 15:

$$CAR_{t,i} = \left(\frac{FECH_{2,i}}{FECH_{-3,i}} - 1 \right) - \left(\frac{FECH_{2,IBOVESPA}}{FECH_{-3,IBOVESPA}} - 1 \right) \quad (15)$$

Sendo:

$FECH_{t,i}$ = preço de fechamento no dia t da ação da empresa i ;

$FECH_{t,IBOVESPA}$ = fechamento no dia t do IBOVESPA.

b) $\Delta LUCRO_{t,i}$

Esta variável representa a variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, expressa em percentual. O cálculo do lucro por ação considera o lucro líquido extraído da demonstração do resultado do exercício, dividido pela quantidade de ações da companhia. A informação do lucro por ação (LPA) anual foi extraída do site da Bolsa de Valores de São Paulo. Desse modo, calcula-se $\Delta LUCRO_{t,i}$ como:

$$\Delta LUCRO_{t,i} = \frac{LPA_{n,i}}{LPA_{n-1,i}} - 1$$

(16)

Sendo:

$LPA_{n,i}$ = lucro por ação no ano n da empresa i ;

$LPA_{n-1,i}$ = lucro por ação no ano $n-1$ da empresa i .

Considera-se o ano n aquele cuja divulgação dos resultados anuais da empresa é imediatamente anterior à mudança de dividendos. Suponha-se que uma mudança de dividendos ocorra em abril de 2003. Nesse caso, seria considerado, como $LPA_{n,i}$, o Lucro Por Ação referente ao resultado anual de 2002. Assim, n seria igual a 2002 e $n-1$ igual a 2001.

c) $\Delta FUTURO_{t,i}$

Entende-se como $\Delta FUTURO_{t,i}$ a variação do lucro por ação ocorrida no primeiro ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, expresso em percentual. Calcula-se o $\Delta FUTURO_{t,i}$ como:

$$\Delta LUCRO_{t,i} = \frac{LPA_{n+1,i}}{LPA_{n,i}} - 1 \quad (17)$$

Sendo:

$LPA_{n+1,i}$ = lucro por ação no ano $n+1$ da empresa i ;

$PRA_{n,i}$ = preço da ação no ano n da empresa i .

Para essa variável, considera-se o ano $n+1$ aquele cuja divulgação dos resultados anuais é imediatamente posterior à mudança nos dividendos. Suponha-se que uma mudança de dividendos ocorra em abril de 2003. Nesse caso, seria

considerado, como $LPA_{n+1,i}$, o Lucro Por Ação referente ao resultado do próprio ano de 2003, já que este seria o fechamento de resultados imediatamente posterior a mudança nos dividendos. Assim, n seria igual a 2002 e $n+1$ igual a 2003.

d) Mudança de dividendos

Para aplicação dos modelos estatísticos definidos neste estudo, foram considerados apenas os sinais das mudanças de dividendos, ou seja, positivo ou negativo. A mudança de dividendos é calculada pelo valor de dividendos anuais por ação, menos o valor de dividendos anuais por ação imediatamente anterior. Ressalta-se que para que os dividendos sejam considerados anuais deve haver um período de 350 a 380 dias entre seus respectivos anúncios, não havendo nenhum anúncio de dividendos entre o período citado.

$$\Delta DIV_{t,i} = DPA_{0,i} - DPA_{-1,i} \quad (18)$$

Sendo:

$\Delta DIV_{t,i}$ = mudança dos dividendos (positiva ou negativa);

$DPA_{t,i}$ = valor dos dividendos anuais por ação no ano t da empresa i .

4.8 Limitações

O emprego da análise estatística de dados tem poder de explicação limitado aos postulados e às hipóteses sobre os quais se baseia, porém não possui, em si mesmo, um poder explicativo. Este método pode descrever as relações entre variáveis, mas os significados destas não derivam dele. O pesquisador deve atribuir um sentido nessas relações, baseado no modelo teórico construído previamente, em função do qual definiu o método de análise estatística para sua pesquisa (QUIVY & CAMPENHOUDT, 1998, p. 225).

A análise estatística realizada possui uma limitação temporal proveniente da indisponibilidade de informações nos registros da Bolsa de Valores de São Paulo. Os resultados apresentados neste estudo estão limitados à amostra coletada durante o referido período, fazendo com que seja possível a falsificação das conclusões na medida em que se eleve o tempo delimitado para análise.

Outra limitação a ser citada corresponde ao fato de se considerar a reação do mercado de capitais brasileiro em todos os modelos de regressão utilizados para análise dos dados. Esta suposição parte da premissa de que o nível de maturidade do mercado nacional não permite captar as reações almejadas de maneira significativa. Nesse sentido, acredita-se que o nível de maturidade do mercado pode prejudicar o poder de explicação de modelos de regressão múltipla.

Finalmente, devem ser consideradas as simplificações do objeto de observação propostas nos modelos estruturados para análise de dados. Considerando a complexidade do objeto observado, dadas as inúmeras variáveis que podem influenciar as mudanças de lucros, as mudanças de dividendos e as mudanças dos preços das ações, deve-se considerar que a principal limitação da presente pesquisa se concentra na fragilidade dos construtos simbólicos que compõem o método apresentado.

5 PESQUISA E RESULTADOS

5.1 Aspectos da população

No intuito de se justificar a metodologia adotada no que tange a opção por analisar proventos exclusivamente originários de dividendos, assim como pela opção de considerar dividendos pagos anualmente, realizou-se uma breve análise do comportamento da política de distribuição de lucros das empresas brasileiras ao longo dos últimos doze anos. A referida análise descrita nos tópicos seguintes demonstrou que no mercado de capitais brasileiro a política de distribuição por dividendos com periodicidade anual é predominante, o que justificou a metodologia adotada.

5.1.1 Composição da distribuição de lucros

A legislação brasileira fornece aos administradores diferentes opções para distribuição de lucros aos acionistas. Podem-se destacar, para o mercado de capitais brasileiro, as distribuições na forma de dividendos e de juros sobre o capital próprio. Conforme descrito na metodologia, nesta pesquisa optou-se por analisar exclusivamente os anúncios de pagamento de dividendos. Dessa forma, realizou-se um levantamento de dados acerca da representatividade dos anúncios de dividendos em relação ao total de anúncios de distribuição de lucros.

Extraiu-se do site da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) a base de proventos distribuídos aos acionistas, atualizada em 05 de novembro de 2007. Essa base de dados apresentava os anúncios de dividendos e de juros sobre o capital próprio referente ao período de janeiro de 1996 a novembro de 2007. A análise dessas informações referente a esse período permitiu a verificação de que: (i) 289 empresas realizaram distribuição de seus lucros durante o período; (ii) a maioria das empresas optou por compor sua distribuição de lucros com dividendos e juros sobre o capital próprio; (iii) uma parte significativa distribuiu seus lucros exclusivamente por meio de dividendos; e (iv) apenas uma pequena parte das empresas optou por distribuir lucros

somente através de juros sobre o capital próprio. A seguir, encontra-se a tabela que embasa as constatações descritas.

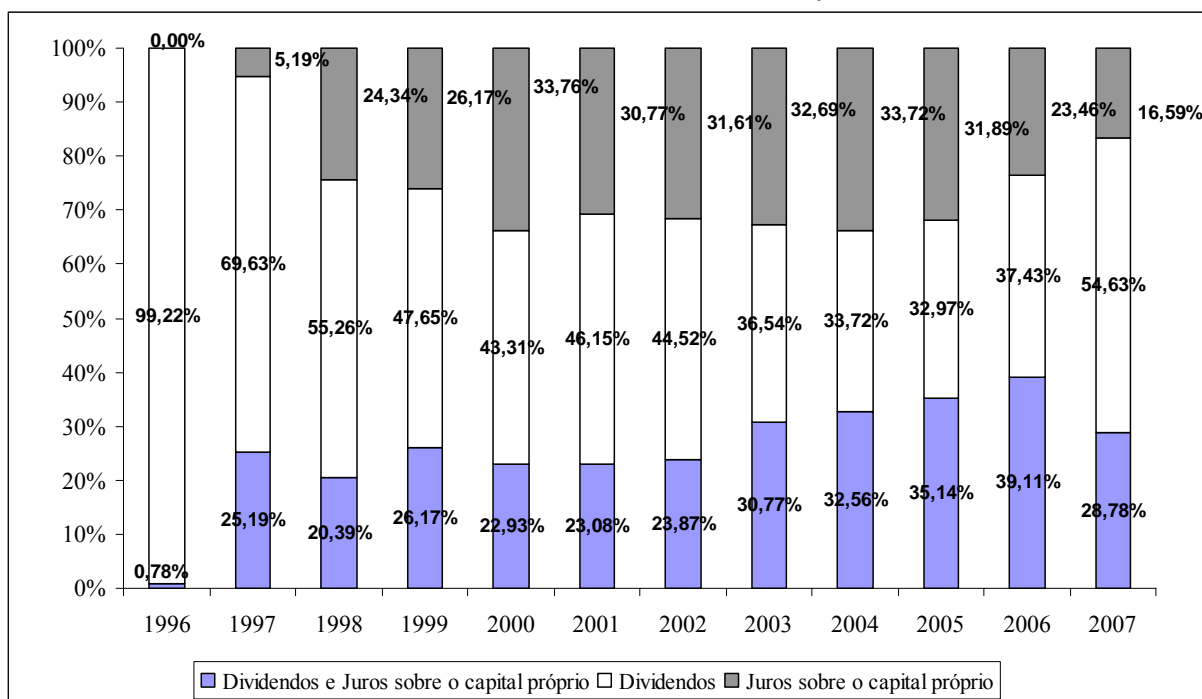
TABELA 03 – DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS DE JANEIRO DE 1996 À NOVEMBRO DE 2007

	Dividendos	Juros sobre o capital próprio	Dividendos e Juros sobre o capital próprio	Total
Quantidade de Empresas	99	10	180	289
Percentual de Empresas	34,26%	3,46%	62,28%	100%

Fonte: autor.

Por meio da análise dessas informações, verificou-se que ocorreu uma mudança significativa no perfil de distribuição de lucros das empresas do mercado de capitais brasileiro, durante o período analisado. Ressalta-se que esta mudança pode ser observada a partir de 1996, já que a figura dos juros sobre o capital próprio foi introduzida pela legislação no ano de 1995. A análise anual da composição das distribuições de lucros das empresas demonstra que: (i) no início do período analisado havia a predominância de distribuições através de dividendos; (ii) há uma tendência de aumento no número de empresas que optam pela combinação de dividendos e juros sobre o capital próprio na distribuição de lucros; (iii) houve uma diminuição significativa do número de empresas que optam por distribuir seus lucros apenas através de dividendos; e (iv) houve um aumento significativo de empresas que optam por distribuir seus lucros exclusivamente através de juros de capital próprio, seguido por uma estabilização. Na página seguinte é apresentado o gráfico que embasa as constatações descritas.

GRÁFICO 01 – PERFIL ANUAL DA DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS



Fonte: autor

5.1.2 Periodicidade dos pagamentos

As empresas do mercado de capitais brasileiro possuem características distintas em relação à política de dividendos, não só pela composição de suas distribuições de lucros, mas também pelas periodicidades em que ocorrem os pagamentos. Em uma análise da periodicidade dos anúncios de dividendos, ocorridos no período de janeiro de 1996 a novembro de 2007, pôde-se verificar que existem padrões de intervalos em que ocorrem anúncios de pagamentos, conforme se observa na tabela 04.

TABELA 04 – PERIODICIDADES DOS ANÚNCIOS DE DIVIDENDOS

Periodicidade	Dias de intervalo
Anual	350 a 380 dias
Semestral	165 a 195 dias
Trimestral	75 a 105 dias

Fonte: autor

O critério adotado para definição das periodicidades descritas na Tabela 4 considera um intervalo de quinze dias, para cima ou para baixo, do referido período, com o objetivo de demonstrar que a periodicidade (anual) definida pela metodologia engloba a parte mais significativa da população analisada. Desse modo, apresentam-se a quantidade e o percentual dos anúncios de dividendos da população analisada:

TABELA 05 – QUANTIDADE E PERCENTUAL DE ANÚNCIOS POR PERIODICIDADE

Periodicidade	Quantidade de anúncios de dividendos	Percentual de anúncios de dividendos
Anual	1084	24,41%
Semestral	460	10,36%
Trimestral	290	6,53%
Outras	1477	33,27%
Sem registro anterior para mensuração do intervalo	1129	25,43%
Total	4440	100%

Fonte: autor

Pode-se verificar que entre as periodicidades de distribuição de lucros mais comumente observadas em mercados de capitais – anual, trimestral e semestral – a anual é predominante. Assim, pode-se afirmar que entre as periodicidades mais observadas nos mercados de capitais em geral, no Brasil, predomina a característica anual de distribuição de dividendos. Pode-se concluir, então, que essa constatação reforça a metodologia adotada para análise do comportamento de investidores frente às mudanças de lucros seguidas por mudanças nos dividendos.

5.2 Descrição da amostra

O objetivo desta seção consiste em apresentar os resultados da seleção da amostra, com base na metodologia definida, no intuito de apresentar o perfil geral das observações. Além disso, a metodologia definida pressupõe a segmentação da amostra em duas partes distintas. Cada segmentação deve atender às necessidades para o teste das hipóteses descritas, assim como para a aplicação dos modelos de regressão múltipla apresentados. As observações de cada segmentação foram analisadas para

verificar se estas atendem às necessidades básicas para aplicação dos modelos estatísticos e, conseqüentemente, para o teste das hipóteses descritas.

5.2.1 Descrição geral da amostra

A análise de mudanças de lucros, seguidas de mudanças de dividendos, teve, como período de referência, o intervalo entre os anos de 2000 e de 2006. A partir da extração da base de proventos da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), seguindo os critérios para seleção da amostra, descritos no capítulo III, Metodologia, obteve-se o total de duzentas e oitenta e três observações válidas.

Para todas as observações selecionadas pôde-se verificar uma mudança (positiva ou negativa) de lucros, seguida por uma mudança (positiva ou negativa) nos níveis de dividendos pagos. Além disso, verificou-se o intervalo mínimo para pagamento de dividendos estabelecido pela metodologia, assim como a negociação das ações das empresas em pelo menos um dos dias que circundaram a data de mudanças nos dividendos.

As duzentas e oitenta e três observações da amostra correspondem às mudanças nos níveis de lucros e nos níveis de dividendos de oitenta e oito empresas com papéis negociados na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A Tabela 06 apresenta a razão social das empresas referentes às observações da amostra total.

TABELA 06 – LISTA DE EMPRESAS REFERENTES ÀS OBSERVAÇÕES DA AMOSTRA

Razão Social	Razão Social
AES Tietê S.A.	La Fonte Participações S.A.
Consórcio Alfa de Administração S.A.	Mangels Industrial S.A.
Alfa Holdings S.A.	Mahle-Metal Leve S.A.
All América Latina Logística S.A.	Millennium Inorganic Chemicals Br S.A.
São Paulo Alpargatas S.A.	Nordon Indústrias Metalúrgicas S.A.
Bco. Amazônia S.A.	Cia. Brasileira de Distribuição
Aracruz Celulose S.A.	Panatlântica S.A.
Bahema S.A.	Cia. Participações Aliança da Bahia
Baumer S.A.	Perdigão S.A.
Bombril S.A.	Petróleo Brasileiro S.A. Petrobras
Bco. Bradesco S.A.	Petroflex Indústria e Comércio S.A.

Razão Social	Razão Social
Brasil Telecom Participações S.A.	Petroquímica União S.A.
Braskem S.A.	Pettenati S.A. Indústria Têxtil
Cia. Cacique de Café Solúvel	Pronor Petroquímica S.A.
Cia. Energética de Brasília	Randon S.A. Implementos e Participações
Cia. Distrib. de Gás do Rio de Janeiro-Ceg	Recrusul S.A.
Centrais Elét. de Santa Catarina S.A.	Rede Empresas de Energia Elétrica S.A.
Centrais Elét. do Para S.A. - Celpa	Renner Participações S.A.
Cia. Energética de Pernambuco - Celpe	Metalúrgica Riosulense S.A.
Celulose Irani S.A.	Rossi Residencial S.A.
Cia. Energética de Minas Gerais – Cemig	São Carlos Empreend. e Participações S.A.
Cia. Energética do Ceara – Coelce	Schulz S.A.
Cia. Gás de São Paulo – Comgas	Sergen Serviços Gerais de Eng. S.A.
Contax Participações S.A.	Cia. Siderúrgica Nacional
Cia. Tecidos Norte de Minas Coteminas	Sondotécnica Engenharia Solos S.A.
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend. e Part.	Springer S.A.
Dixie Toga S.A.	Construtora Sultepa S.A.
Centrais Elét. Brás S.A. - Eletrobrás	Suzano Papel e Celulose S.A.
Eleva Alimentos S.A.	Suzano Petroquímica S.A.
Embratel Participações S.A.	Tecnosolo Eng. e Tec. de Solo Mat. S.A.
Eternit S.A.	Tele Norte Celular Participações S.A.
Cia. Ferro Ligas da Bahia - Ferbasa	Tele Norte Leste Participações S.A.
Fibam Companhia Industrial	Telemar Norte Leste S.A.
Fertilizantes Fosfatados S.A. - Fosfertil	Telemig Celular Participações S.A.
Fras-Le S.A.	Têxtil Renauxview S.A.
Duke Energy Int. Ger. Paranapanema S.A.	Tim Participações S.A.
Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A.	Tractebel Energia S.A.
Grazziotin S.A.	Cia. Transmissão Energia Elet. Paulista
Guararapes Confecções S.A.	Unipar União de Ind. Petroq. S.A.
Iochpe Maxion S.A.	Usinas Sid. de Minas Gerais S.A.-Usiminas
Distribuidora Prod. de Petr. Ipiranga S.A.	Votorantim Celulose e Papel S.A.
Cia. Brasileira de Petróleo Ipiranga	Cia. Vale do Rio Doce
João Fortes Engenharia S.A.	S.A. Fabrica de Prods. Alimentícios Vigor
Kepler Weber S.A.	Yara Brasil Fertilizantes S.A.

Fonte: autor

Por meio da análise das observações da amostra, pôde-se verificar que elevações nos níveis de lucros são mais comuns do que as quedas. Verificou-se uma diferença significativa entre o percentual de observações que apontaram para elevação dos lucros, que totalizou 65,72% da amostra, contra 34,28% das observações que apontaram para queda nos lucros. Dessa forma, pode-se inferir que, em relação à

amostra extraída, a possibilidade de uma elevação dos lucros é maior do que de queda. A Tabela 07 apresenta os resultados observados para o comportamento das mudanças de lucros.

No que tange as observações sobre as mudanças de dividendos, verificou-se uma diferença menos significativa entre o percentual de elevação e de queda. A análise realizada demonstrou que 56,89% das observações significaram elevações nos níveis de dividendos, enquanto 43,11% representaram queda. A Tabela 07 apresenta os resultados observados para o comportamento das mudanças de dividendos.

TABELA 07 – COMPORTAMENTO DAS MUDANÇAS DE LUCROS E DE DIVIDENDOS – AMOSTRA TOTAL

	Lucros		Dividendos	
	Qtd.	%	Qtd.	%
Elevação	186	65,72%	161	56,89%
Queda	97	34,28%	122	43,11%
Total	283	100,00%	283	100,00%

Fonte: autor

Para ressaltar o entendimento do comportamento observado na amostra, optou-se por analisar o comportamento dos dividendos em relação às mudanças de lucros. Verificou-se que, após uma elevação nos níveis de lucros, 71,51% das observações apresentaram elevação nos níveis de dividendos, enquanto 28,49% apresentaram queda nos mesmos. Nos casos em que se observou queda nos níveis de lucros, 28,87% apresentaram uma subsequente elevação nos dividendos, contra 71,13% que apresentaram queda na distribuição de lucros. Os resultados da análise são apresentados na Tabela 08.

TABELA 08 – MUDANÇAS DE LUCROS VERSUS MUDANÇAS DE DIVIDENDOS – AMOSTRA TOTAL.

	Elevação dos Dividendos		Queda dos Dividendos		Total	
	Qtd.	%	Qtd.	%	Qtd.	%
Elevação dos Lucros	133	71,51%	53	28,49%	186	100,00%
Queda dos Lucros	28	28,87%	69	71,13%	97	100,00%

Fonte: autor

A análise referente aos comportamentos das mudanças de lucros e de dividendos da amostra demonstrou que, aparentemente, há uma relação entre as duas variáveis. Entretanto, constatou-se que uma parte significativa das mudanças de dividendos colide com as mudanças precedentes dos lucros. Portanto, não haveria relação direta que, possivelmente, definiria uma mudança nos níveis de dividendos a partir de uma mudança precedente dos lucros. A amostra coletada enfatiza a necessidade de se compreender a reação do mercado diante de uma mudança de dividendos que contradiz uma mudança precedente dos lucros. Da mesma forma, torna-se relevante analisar o comportamento diante de uma mudança de dividendos que corrobora a mudança passada dos lucros. Em suma, a amostra total coletada reforça o alinhamento com os objetivos da pesquisa, assim como a necessidade de testar estatisticamente as hipóteses descritas.

5.2.2 Descrição da primeira segmentação da amostra

A análise da primeira segmentação da amostra tem como objetivo verificar a relação da reação do mercado nos casos em que ocorrem mudanças nos níveis de lucros seguidas por mudanças de dividendos de mesmo sinal. A análise dessa parte da amostra apresenta a reação do mercado diante de uma mudança de dividendos que corrobora as mudanças precedentes dos lucros. O comportamento do mercado é analisado no intuito de verificar se o mercado interpreta mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos de mesmo sinal como conteúdo informacional sobre a persistência das mudanças de lucratividade.

A primeira segmentação da amostra representa 71,38% da amostra total e possui duzentas e duas observações. A partir da análise dessa segmentação da amostra, em relação à amostra total, percebe-se que são mais comuns os casos em que mudanças de dividendos corroboram mudanças precedentes de lucros. A segmentação da amostra retratada na tabela 09 demonstra que, para 65,84% das observações, ocorreu uma elevação dos lucros seguida de uma elevação de dividendos. Para 34,16%, ocorreu uma queda de lucros seguida por uma queda nos dividendos.

TABELA 09 – COMPORTAMENTO DAS MUDANÇAS DE LUCROS E DE DIVIDENDOS – 1ª SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

Elevação dos Dividendos		
	Qtd.	%
Elevação dos Lucros	133	65,84%

Queda dos Dividendos		
	Qtd.	%
Queda dos Lucros	69	34,16%
Total	202	100,00%

Fonte: autor

De maneira geral, a primeira segmentação da amostra atende às necessidades para o alcance dos objetivos do trabalho, assim como para o teste das hipóteses descritas. A segmentação atendeu à primeira necessidade básica para a aplicação dos modelos descritos na metodologia, que consiste em apresentar mudanças de dividendos de mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros. A segunda necessidade básica determina que mudanças de dividendos positivas e negativas que corroboram, respectivamente, elevações e quedas precedentes de lucros devam ter sido observadas. Em suma, as observações coletadas podem ser consideradas suficientes para aplicação dos modelos de regressão descritos na metodologia, definidos como método de análise para a primeira segmentação da amostra.

5.2.3 Descrição da segunda segmentação da amostra

Para que os objetivos da pesquisa fossem atingidos e para que as hipóteses fossem testadas, a metodologia descrita previu a segmentação da amostra em duas partes. A análise da segunda segmentação da amostra tem como objetivo verificar a relação da reação do mercado nos casos em que ocorrem mudanças nos níveis de lucros seguidas por mudanças de dividendos de sinais opostos. A análise da segunda segmentação apresentará a reação do mercado diante de mudanças nos níveis de dividendos que colidem com as mudanças precedentes de lucros. O comportamento do mercado será analisado no intuito de verificar se o mercado interpreta mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos de sinal oposto como conteúdo informacional sobre a não persistência das mudanças de lucratividade.

A segunda segmentação da amostra representa 28,62% da amostra total, e possui oitenta e uma observações. A partir da análise da amostra total e da segunda segmentação, nota-se que são mais raros os casos em que mudanças de dividendos contradizem mudanças precedentes dos lucros. A segmentação da amostra retratada na Tabela 10 demonstra que para 65,43% das observações ocorreu uma elevação dos lucros seguida de uma queda dos dividendos. Para 34,57% ocorreu uma queda dos lucros e uma subsequente elevação nos dividendos.

TABELA 10 – COMPORTAMENTO DAS MUDANÇAS DE LUCROS E DE DIVIDENDOS – 2ª SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

	Queda dos Dividendos	
	Qtd.	%
Elevação dos Lucros	53	65,43%

	Elevação dos Dividendos	
	Qtd.	%
Queda dos Lucros	28	34,57%
Total	81	100,00%

Fonte: autor

De maneira geral, a segunda segmentação da amostra atende às necessidades para o alcance dos objetivos do trabalho, assim como para o teste das hipóteses descritas. A segmentação atendeu à primeira necessidade básica para a aplicação dos modelos descritos na metodologia, que consiste em apresentar mudanças de dividendos de sinal oposto às mudanças precedentes de lucros. A segunda necessidade básica determina que mudanças de dividendos positivas e negativas que contestam, respectivamente, quedas e elevações precedentes de lucros devam ter sido observadas. Em suma, as observações coletadas podem ser consideradas suficientes para aplicação dos modelos de regressão descritos na metodologia definidos como método de análise para a segunda segmentação da amostra.

5.3 Resultados dos modelos testados: primeira segmentação da amostra

Neste tópico, serão apresentados os resultados para aplicação dos três modelos de regressão múltipla, apresentados no capítulo de metodologia, à primeira segmentação da amostra. A Hipótese 1, testada pela aplicação do modelo de regressão apresentado na equação (12), pressupõe que, quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é positivamente relacionada com a mudança precedente dos lucros. A Tabela 11, da página seguinte, apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (12): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 11 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (12) – PRIMEIRA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$			
Legenda:			
CAR _{t,i} = retorno anormal acumulado das ações da firma <i>i</i> durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual;			
ΔLUCRO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual;			
ΔFUTURO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual;			
ε _{t,i} = termo de erro.			
Hipótese 1			
Quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é positivamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.			
Premissa para corroboração da hipótese			
A Hipótese 1 pressupõe que β ₁ seja maior do que zero.			
α	β_1	β_2	Adj-R ²
0,026	-0,000027	0,000008	0,0%
t = 1,10	t = -0,21	t = 0,05	
p = 0,275	p = 0,838	p = 0,961	

Fonte: autor

Testou-se a Hipótese 1 por meio da equação (12) para 202 observações de mudanças de dividendos com mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros. Os resultados demonstraram que o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} é muito próximo de zero (β₁ = -0,000027), demonstrando que não haveria uma relação significativa com a reação do mercado representada pela variável CAR_{t,i}. O resultado obtido para o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} descarta a Hipótese 1. Além disso, pôde-se verificar que, ao nível de 95% de confiança, o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} não poderia ser considerado negativamente relacionado à variável CAR_{t,i}, já que o valor de *t* (β₁ = -0,000027; *t* = -0,21) não é estatisticamente significativo.

O resultado obtido para o *R*² ajustado (Adj-*R*² = 0,0%) demonstra que o modelo não teve poder de explicação. Os valores de *p* foram muito elevados, demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis. O resultado

do coeficiente da variável $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$ ficou muito próximo de zero ($\beta_2 = 0,000008$; $t = 0,05$), descartando que a variação futura dos lucros é antecipada pelo mercado em torno da data de anúncio da mudança nos dividendos. Além disso, o resultado obtido para o coeficiente β_2 não foi estatisticamente significativo.

Em suma, o teste realizado na primeira segmentação da amostra, por meio do modelo estabelecido na equação (12), não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 1. Portanto, não se pode afirmar que quando uma mudança de dividendos é precedida por uma variação nos lucros de mesmo sinal, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é positivamente relacionada com a mudança precedente dos lucros. Com base na análise realizada, pode-se afirmar, também, que o mercado de capitais brasileiro não interpreta mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos de mesmo sinal como conteúdo informacional sobre a persistência das mudanças precedentes dos lucros.

A Hipótese 2, testada pela aplicação do modelo de regressão (13), pressupõe que a relação positiva entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos, e a mudança precedente nos lucros, é maior nos casos de redução dos dividendos que confirma a persistência de queda dos lucros, do que nos casos de aumento dos dividendos que confirma a persistência de aumento dos lucros. A Tabela 12 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (13): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 12 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (13) – PRIMEIRA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$				
Legenda:				
CAR _{t,i} = retorno anormal acumulado das ações da firma <i>i</i> durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual;				
ΔLUCRO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual;				
ΔFUTURO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual;				
SINDUM = variável qualitativa que possui valor de um, se a mudança precedente do lucro por ação foi positiva e zero para qualquer outro caso;				
ε _{t,i} = termo de erro.				
Hipótese 2				
A relação positiva entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos, e a mudança nos lucros, é maior nos casos de redução dos dividendos, que confirma a persistência de queda dos lucros do que nos casos de aumento dos dividendos, que confirma a persistência de aumento dos lucros.				
Premissa para corroboração da hipótese				
Para que a Hipótese 2 se confirme, é necessário que o coeficiente β ₃ seja negativo.				
<i>α</i>	<i>β</i> ₁	<i>β</i> ₂	<i>B</i> ₃	Adj-R ²
0,0378	0,0666	0,000001	- 0,0666	0,0 %
t = 1,49	t = 1,31	t = 0,00	t = -1,32	
p = 0,137	p = 0,190	p = 0,996	p = 0,190	

Fonte: autor

A Hipótese 2 foi testada por meio da aplicação da equação (13) em 202 observações de mudanças de dividendos com mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros. Para que a Hipótese 2 se corroborasse, seria necessário que *B*₃ fosse negativo, fato que pôde ser observado (*B*₃ = - 0,0666; *t* = -1,32). Entretanto, a Hipótese 2 deve ser descartada, já que o valor obtido está muito próximo de zero. Complementarmente, verifica-se que, ao nível de 95% de confiança, o resultado não pode ser considerado estatisticamente significativo devido ao valor obtido para *t*. O resultado obtido para o *R*² ajustado (*Adj-R*² = 0,0%) demonstra que o modelo não teve poder de explicação. Os valores de *p* foram muito elevados, demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis.

O teste realizado na primeira segmentação da amostra através do modelo estabelecido na equação (13) não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 2. Portanto, não se pode afirmar que a relação positiva entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos e a mudança precedente nos lucros, é maior nos casos de redução dos dividendos que confirma a persistência de queda dos lucros do que nos casos de aumento dos dividendos que confirma a persistência de aumento dos lucros. A análise realizada permite afirmar que, o mercado de capitais brasileiro não reage reavaliando suas ações de maneira mais intensa nos casos em que ocorrem quedas nos lucros seguidas por quedas nos dividendos do que nos casos de elevações dos lucros seguidas de elevações nos dividendos. Desse modo, não se pode afirmar que existe um conteúdo informacional mais intenso e reconhecido nos casos de quedas de dividendos que indicariam a persistência de queda dos lucros.

A Hipótese 3, testada pela aplicação do modelo de regressão (14), pressupõe que quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a relação positiva entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros, é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos. A Tabela 13 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (14): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 13 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (14) – PRIMEIRA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$						
<p>Legenda: $CAR_{t,i}$ = retorno anormal acumulado das ações da firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual; $\Delta LUCRO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual; $\Delta FUTURO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual; $MAGDUMX$ = variável qualitativa que possui valor de um, se o produto da divisão entre o valor percentual da mudança dos dividendos por ação e o valor percentual da mudança precedente do lucro por ação estiver no quartil x, e zero nos demais casos, em que os quartis vão de um a quatro; $\varepsilon_{t,i}$ = termo de erro.</p>						
<p>Hipótese 3 Quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal, a relação positiva entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.</p>						
<p>Premissa para corroboração da hipótese Espera-se: $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4$. Para que a Hipótese 3 seja corroborada é necessário que o coeficiente do quartil com as menores frações da magnitude de mudança de dividendos (β_1) se eleve ao se movimentarem em direção ao quartil com as maiores frações (β_4).</p>						
α	β_1	β_2	B_3	B_4	B_5	Adj-R ²
0,0208	0,000	- 0,0111	0,0278	- 0,000002	0,000015	0,0 %
t = 0,51	t = 0,00	t = -0,17	t = 0,55	t = -0,01	t = 0,10	
p = 0,614	p = 0,999	p = 0,869	p = 0,586	p = 0,991	p = 0,923	

Fonte: autor

Testou-se a Hipótese 3, por meio da equação (14), em 202 observações de mudanças de dividendos com mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros. Para que a Hipótese 3 fosse corroborada seria necessário que o coeficiente do quartil com as menores frações da magnitude de mudança de dividendos (β_1) se elevasse ao se movimentarem em direção ao quartil com as maiores frações (β_4). Portanto, esperava-se: $\beta_1 < \beta_2 < \beta_3 < \beta_4$. Os resultados obtidos demonstram que não houve aumento dos coeficientes das variáveis conforme a magnitude das mudanças de dividendos. Pode-se

observar, por exemplo, que o coeficiente β_3 é maior que o coeficiente β_4 . Os coeficientes das variáveis analisadas tiveram valores muito próximos a zero e não foram estatisticamente significativos ao nível de 95% de confiança. Os valores de p foram muito elevados, demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis. O resultado obtido para o R^2 ajustado ($Adj-R^2 = 0,0\%$) demonstra que o modelo não teve poder de explicação.

Os resultados do modelo testado não permitem afirmar que a reação do mercado em torno da data de anúncio de mudança nos dividendos se torna mais positiva em relação às mudanças precedentes de lucros, conforme a elevação da magnitude das mudanças nas distribuições de lucros. A magnitude das mudanças de dividendos não seria interpretada como uma informação sobre a persistência das mudanças passadas de lucratividade. Portanto, não foi identificado qualquer indício de que a magnitude das mudanças de dividendos pudesse ter conteúdo informacional acerca da continuidade de elevações ou de quedas passadas de lucros.

5.4 Resultados dos modelos testados: segunda segmentação da amostra

Neste tópico serão apresentados os resultados para aplicação dos três modelos de regressão múltipla, apresentados no capítulo de metodologia, à segunda segmentação da amostra. A Hipótese 4, testada pela aplicação do modelo de regressão apresentado na equação (12), pressupõe que quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é negativamente relacionada com a mudança precedente dos lucros. A Tabela 14 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (12): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 14 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (12) – SEGUNDA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$			
Legenda:			
CAR _{t,i} = retorno anormal acumulado das ações da firma <i>i</i> durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual;			
ΔLUCRO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual;			
ΔFUTURO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual;			
ε _{t,i} = termo de erro.			
Hipótese 4			
Quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é negativamente relacionada com a mudança precedente dos lucros.			
Premissa para corroboração da hipótese			
A Hipótese 4 pressupõe que β ₁ seja menor do que zero.			
α	β_1	β_2	Adj-R ²
0,0151	-0,000250	-0,000023	0,0%
t = 0,88	t = -0,50	t = -0,19	
p = 0,382	p = 0,621	p = 0,853	

Fonte: autor

A Hipótese 4 foi testada através da equação (12) em 81 observações de mudanças de dividendos com sinal oposto ao das mudanças precedentes de lucros. Os resultados demonstraram que o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} é muito próximo de zero (β₁ = -0,000250), demonstrando que não haveria uma relação significativa com a reação do mercado, representada pela variável CAR_{t,i}. O resultado obtido para o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} descarta a Hipótese 4. Além disso, pôde-se verificar que, ao nível de 95% de confiança, o coeficiente da variável ΔLUCRO_{t,i} não poderia ser considerado negativamente relacionado à variável CAR_{t,i}, já que o valor de *t* (β₁ = -0,000250; *t* = -0,50) não é estatisticamente significativo.

O resultado obtido para o *R*² ajustado (Adj-R² = 0,0%) demonstra que o modelo não teve poder de explicação. Os valores de *p* foram muito elevados,

demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis. O resultado do coeficiente da variável $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$ ficou muito próximo de zero ($\beta_2 = -0,000023$; $t = -0,19$), descartando que a variação futura dos lucros é antecipada pelo mercado em torno da data de anúncio da mudança nos dividendos. Além disso, o resultado obtido para o coeficiente β_2 não foi estatisticamente significativo.

O teste realizado na segunda segmentação da amostra, por meio do modelo estabelecido na equação (12), não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 4. Portanto, não permite afirmar que quando uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a reação do mercado em torno da data do anúncio da mudança de dividendos é negativamente relacionada com a mudança precedente dos lucros. Essa análise permite afirmar que o mercado de capitais brasileiro não interpreta mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos com sinal oposto como conteúdo informacional acerca da não persistência das mudanças precedentes dos lucros.

A Hipótese 5, testada pela aplicação do modelo de regressão (13), pressupõe que a relação negativa entre a reação do mercado, em torno da data de mudança dos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior para as quedas nos dividendos que contestam as elevações precedentes dos lucros do que para os aumentos dos dividendos que contestam as quedas precedentes dos lucros. A Tabela 15 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (13): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 15 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (13) – SEGUNDA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$				
Legenda:				
CAR _{t,i} = retorno anormal acumulado das ações da firma <i>i</i> durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual;				
ΔLUCRO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual;				
ΔFUTURO _{t,i} = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual;				
SINDUM = variável qualitativa que possui valor de um, se a mudança precedente do lucro por ação foi positiva e zero para qualquer outro caso;				
ε _{t,i} = termo de erro.				
Hipótese 5				
A relação negativa entre a reação do mercado, em torno da data de mudança dos dividendos, e a mudança precedente nos lucros é maior para as quedas nos dividendos que contestam as elevações precedentes dos lucros do que para os aumentos dos dividendos que contestam as quedas precedentes dos lucros.				
Premissa para corroboração da hipótese				
A Hipótese 05 pressupõe $\beta_1 < \beta_1 + \beta_3$.				
α	β_1	β_2	β_3	Adj-R²
0,0288	0,0678	-0,000034	-0,0682	0,0 %
t = 1,39	t = 1,18	t = -0,28	t = -1,19	
p = 0,167	p = 0,240	p = 0,780	p = 0,238	

Fonte: autor

Testou-se a Hipótese 5, por meio da equação (13), em 81 observações de mudanças de dividendos com sinal oposto ao das mudanças precedentes de lucros. Para que a Hipótese 5 se confirmasse seria necessário que os resultados apresentassem: $\beta_1 < \beta_1 + \beta_3$. Os resultados obtidos, no entanto, demonstram que a hipótese deve ser descartada ($\beta_1 = 0,0678$; $\beta_1 + \beta_3 = -0,0004$). Complementarmente, pôde-se verificar que os coeficientes das variáveis não foram estatisticamente significativos ao nível de 95% de confiança devido aos baixos valores de *t*. O resultado obtido para o *R² ajustado* (*Adj-R² = 0,0%*) demonstra que o modelo não teve poder de explicação. Os valores de *p* foram muito elevados, demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis.

O teste realizado na segunda segmentação da amostra, por meio do modelo estabelecido na equação (13), não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 5. Portanto, não se pode afirmar que a relação negativa entre a reação do mercado, em torno da data da mudança nos dividendos e a mudança precedente nos lucros, é maior nos casos de redução dos dividendos que contradiz a persistência de elevação dos lucros do que nos casos de aumento de dividendos que contradiz a persistência de queda de lucros. A análise realizada permite afirmar que o mercado de capitais brasileiro não reage reavaliando suas ações de maneira mais intensa nos casos em que ocorrem elevações nos lucros seguidas por quedas nos dividendos do que nos casos de quedas dos lucros seguidas de elevações nos dividendos. Desse modo, não se pode afirmar que existe um conteúdo informacional mais intenso e reconhecido nos casos de quedas de dividendos que indicariam a não persistência de elevação dos lucros.

A Hipótese 6, testada pela aplicação do modelo de regressão (14), pressupõe que quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a relação negativa entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos. A Tabela 16 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (14): legenda, hipótese, premissa para corroboração da hipótese e resultados.

TABELA 16 – APLICAÇÃO DO MODELO DE REGRESSÃO (14) – SEGUNDA SEGMENTAÇÃO DA AMOSTRA

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$						
<p>Legenda: $CAR_{t,i}$ = retorno anormal acumulado das ações da firma i durante os 05 dias que circundam a aprovação da mudança dos dividendos, em percentual; $\Delta LUCRO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio anual de lucros feito anteriormente à mudança de dividendos, em percentual; $\Delta FUTURO_{t,i}$ = variação do lucro por ação ocorrida no ano posterior ao anúncio da mudança de dividendos, em percentual; $MAGDUMX$ = variável qualitativa que possui valor de um, se o produto da divisão entre o valor percentual da mudança dos dividendos por ação e o valor percentual da mudança precedente do lucro por ação estiver no quartil x, e zero nos demais casos, em que os quartis vão de um a quatro. $\varepsilon_{t,i}$ = termo de erro.</p>						
<p>Hipótese 6 Quando uma mudança nos dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de sinal oposto, a relação negativa entre a reação do mercado, em torno do anúncio da mudança de dividendos, e a mudança precedente dos lucros é crescente conforme a magnitude da mudança de dividendos.</p>						
<p>Premissa para corroboração da hipótese Espera-se: $\beta_1 > \beta_2 > \beta_3 > \beta_4$. Para que a Hipótese 6 seja corroborada é necessário que o coeficiente do quartil com as menores frações (β_1) diminua ao se movimentarem em direção ao quartil com as maiores frações (β_4).</p>						
α	β_1	β_2	B_3	B_4	B_5	Adj-R ²
- 0,0118	1,09	0,005	0,0234	0,00160	- 0,000002	0,0 %
t = -0,38	t = 1,97	t = 0,04	t = 0,54	t = 0,49	t = -0,01	
p = 0,707	p = 0,053	p = 0,970	p = 0,590	p = 0,624	p = 0,989	

Fonte: autor

Testou-se a Hipótese 6, por meio da equação (12), em 81 observações de mudanças de dividendos com sinal oposto ao das mudanças precedentes de lucros. Para que a Hipótese 6 fosse corroborada seria necessário que o coeficiente do quartil com as menores frações da magnitude de mudança de dividendos (β_1) diminuísse ao se movimentarem em direção ao quartil com as maiores frações (β_4). Portanto, esperava-se $\beta_1 > \beta_2 > \beta_3 > \beta_4$. Os resultados obtidos demonstram que não houve redução dos coeficientes das variáveis, conforme a magnitude das mudanças de dividendos. Pode-

se verificar, por exemplo, que o coeficiente β_2 é menor do que o coeficiente β_3 . Os coeficientes das variáveis analisadas apresentaram valores muito próximos a zero, exceto o coeficiente β_1 ($\beta_1 = 1,09$; $t = 1,97$). Entretanto, os resultados não foram estatisticamente significativos ao nível de 95% de confiança, devido aos baixos valores de t . Os valores de p foram muito elevados, demonstrando que não existe uma relação significativa entre as variáveis. O resultado obtido para o R^2 ajustado ($Adj-R^2 = 0,0\%$) demonstra que o modelo não teve poder de explicação.

Os resultados do modelo testado não permitem afirmar que a reação do mercado em torno da data de anúncio de mudança nos dividendos se torna mais negativa em relação às mudanças precedentes de lucros, conforme a elevação da magnitude das mudanças nas distribuições de lucros. A magnitude das mudanças de dividendos de sinal oposto às mudanças precedentes de lucros não seria interpretada como uma informação sobre a não persistência das mudanças passadas de lucratividade. Portanto, não foi identificado qualquer indício de que a magnitude das mudanças de dividendos pudesse ter conteúdo informacional acerca da descontinuidade de elevações ou de quedas passadas de lucros.

5.5 Recomendações de pesquisas futuras

A metodologia adotada teve como premissa básica a observação da relação entre a reação do mercado de capitais e as mudanças precedentes de lucros, diante de uma mudança de dividendos. Os resultados demonstram que o mercado não interpreta mudanças de dividendos como sinais da persistência ou da não persistência das mudanças passadas dos lucros. Além disso, verifica-se que o mercado não utiliza mudanças de dividendos como conteúdo informacional acerca da lucratividade futura. Pode-se inferir que a variável que representa o comportamento do mercado ($CAR_{t,i}$) não teve relação com as variáveis dos modelos utilizados para os testes das hipóteses. Nesse sentido, sugere-se para análise de conteúdo informacional da política de dividendos modelos estatísticos que não tenham como premissa a captura do comportamento do mercado devido à complexidade do objeto e devido à maturidade

do mercado de capitais brasileiro. Desse modo, são recomendadas análises da relação entre mudanças de dividendos, lucratividade precedente e lucratividade futura. Para análise do comportamento do mercado de capitais sugerem-se estudos de eventos em torno da data de anúncios de dividendos.

Recomenda-se a aplicação destes modelos em outras amostras, períodos de observação e mercados de capitais diversos, considerando outras periodicidades de distribuição de lucros e outros critérios para seleção das observações. Adicionalmente, sugere-se a aplicação da metodologia aos anúncios de distribuição de lucros na forma de Juros Sobre o Capital Próprio. Além disso, recomendam-se estudos para análise das séries históricas de mudanças de lucros no mercado de capitais brasileiro, no intuito de buscar captar sinais de persistência de elevações ou de quedas de lucratividade. Finalmente, sugere-se a inclusão de variáveis alternativas nos modelos de regressão, no intuito de testar a hipótese de conteúdo informacional da política de dividendos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A teoria sobre o efeito da política de dividendos propõe diversos debates acerca da relação entre a distribuição de lucros e o valor da empresa. Entre esses debates, podemos destacar as três principais correntes de pensamento: a conservadora, que acredita que um aumento nos dividendos eleva o valor da empresa; a radical, que acredita que um aumento dos pagamentos de dividendos reduz o valor da empresa; e a central, que defende a irrelevância da política de dividendos. Além dessas, devem ser destacadas questões derivadas que são debatidas atualmente como o efeito clientela, a análise da relação entre política de dividendos e os custos de agência, e a análise do efeito do conteúdo informacional dos dividendos.

Nesta pesquisa optou-se pela análise do conteúdo informacional da política de dividendos no mercado de capitais brasileiro. A análise realizada teve como principal objeto de observação o mercado de capitais brasileiro. Desse modo, dissertou-se sobre os pressupostos para investimentos em ações e sobre os conceitos da teoria de dividendos. Abordaram-se as principais teorias sobre o efeito da política de dividendos no valor da empresa, assim como seus principais estudos empíricos e ensaios teóricos. Apresentaram-se estudos empíricos internacionais sobre a análise do conteúdo informacional dos dividendos e estudos empíricos nacionais sobre o efeito da política de dividendos. No que tange ao mercado brasileiro, destacaram-se os principais preceitos da legislação societária e tributária que limitam as políticas de dividendos das sociedades por ações.

A fundamentação teórica embasou a hipótese de que mudanças de dividendos poderiam ser interpretadas como sinais sobre a persistência ou a não persistência das mudanças precedentes de lucros. Baseando-se no trabalho de Koch e Sun (2004) buscou-se testar hipóteses de que o mercado interpreta mudanças de dividendos como sinais enviados pela administração, sobre a persistência ou a não persistência das mudanças precedentes de lucros. Os modelos de regressão múltipla baseados no estudo dos autores foram utilizados para o teste de seis hipóteses sobre a

existência de conteúdo informacional na política de dividendos das empresas brasileiras.

A amostra de mudanças de dividendos foi dividida em duas segmentações. A análise da primeira segmentação partiu da hipótese que poderia haver conteúdo informacional sobre lucratividade futura da empresa, nos casos em que mudanças de lucros eram seguidas por mudanças de dividendos de mesmo sinal. A análise da segunda segmentação da amostra partiu da hipótese de que poderia haver conteúdo informacional sobre a lucratividade futura da empresa, nos casos em que mudanças de lucros eram seguidas por mudanças de dividendos de sinal oposto.

A análise da primeira segmentação partiu da hipótese de que mudanças de dividendos de mesmo sinal que as mudanças precedentes dos lucros indicariam ao mercado a persistência de elevações ou de quedas de lucros. Buscou-se, também, verificar se a reação do mercado seria mais intensa nos casos em que ocorreriam quedas nos dividendos, fato que indicaria a persistência na queda de lucratividade. Além disto, buscou-se verificar se a magnitude das mudanças de dividendos seria interpretada como conteúdo informacional, indicando que quanto maior a mudança, mais informação o mercado teria sobre a persistência da lucratividade passada. Complementarmente, buscou-se verificar se o mercado antecipa mudanças futuras dos lucros diante de mudanças de dividendos com mesmo sinal das mudanças precedentes dos lucros.

A análise da segunda segmentação partiu da hipótese de que mudanças de dividendos de sinal oposto às mudanças precedentes dos lucros indicariam ao mercado a não persistência de elevações ou de quedas de lucros. Buscou-se também verificar se a reação do mercado seria mais intensa nos casos em que ocorreriam quedas nos dividendos, fato que indicaria a não persistência na elevação de lucratividade. Além disso, buscou-se verificar se a magnitude das mudanças de dividendos seria interpretada como conteúdo informacional, indicando que quanto maior a mudança, mais informação o mercado teria sobre a não persistência da lucratividade passada. Complementarmente, buscou-se verificar se o mercado antecipa

mudanças futuras dos lucros, diante de mudanças de dividendos com sinal oposto às mudanças precedentes dos lucros.

Em relação à análise da primeira segmentação da amostra, pode-se afirmar que não foi identificado qualquer conteúdo informacional transmitido a partir de mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos de mesmo sinal. Não se pode afirmar, também, que a reação do mercado é positivamente relacionada com as mudanças precedentes de lucros, em torno da data de mudanças de dividendos de mesmo sinal. A análise não permite afirmar que o mercado reage mais intensamente nos casos em que ocorrem quedas de lucros seguidas por quedas nos dividendos. Os resultados não permitem afirmar que a reação do mercado se torna mais intensa conforme o aumento da magnitude da mudança de dividendos. Finalmente, não se pode afirmar que o mercado antecipa as mudanças futuras de lucros diante de mudanças de dividendos de mesmo sinal das mudanças precedentes de lucros.

Em relação à análise da segunda segmentação da amostra, pode-se afirmar que não foi identificado qualquer conteúdo informacional transmitido a partir de mudanças de lucros seguidas por mudanças de dividendos de sinal oposto. Não se pode afirmar que a reação do mercado é negativamente relacionada com as mudanças precedentes de lucros, em torno da data de mudanças de dividendos de sinal oposto. A análise não permite afirmar que o mercado reage mais intensamente nos casos em que ocorrem elevações de lucros, seguidas por quedas nos dividendos. Os resultados não permitem afirmar que a reação do mercado se torna mais intensa conforme o aumento da magnitude da mudança de dividendos. Finalmente, não se pode afirmar que o mercado antecipa as mudanças futuras de lucros diante de mudanças de dividendos de sinal oposto às mudanças precedentes de lucros.

Os modelos de regressão múltipla utilizados para as análises apresentaram resultados próximos de zero para os coeficientes das variáveis. Os modelos apresentaram, ainda, valores que não foram estatisticamente significativos. Os resultados demonstram que não existe uma relação significativa entre as variáveis

que compõem os modelos. Finalmente, pôde-se verificar que os modelos não apresentaram poder de explicação para relação entre as variáveis utilizadas.

O resultado desta pesquisa demonstra que mudanças de dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes dos lucros. O sinal das mudanças de dividendos também não é interpretado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes dos lucros. A magnitude das mudanças de dividendos não é reconhecida pelo mercado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes de lucros. Além disso, o mercado não utiliza mudanças de dividendos como fonte de informação sobre a lucratividade futura da empresa.

Em suma, considerando o período definido na metodologia, o processo para seleção das observações e metodologia utilizada para a análise de dados, pode-se concluir que não foi possível capturar conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto.

Acredita-se que os resultados da análise realizada neste trabalho tenham contribuído com os debates acerca da política de dividendos que vêm se desenvolvendo desde a década de 60. Especificamente, espera-se ter realizado contribuições sobre a hipótese de conteúdo informacional da política de dividendos. Adicionalmente, espera-se que o presente trabalho contribua com investigações futuras sobre a hipótese de conteúdo informacional da política de dividendos no mercado de capitais brasileiro.

Finalmente, deve-se destacar a complexidade do objeto de observação analisado neste trabalho: o mercado de capitais brasileiro. Ressalta-se que embora a pesquisa realizada se utilize de métodos quantitativos, a análise realizada situa-se no universo das ciências humanas, no qual a administração está inserida. Tem-se como premissa que a ciência deve considerar o mundo como um conjunto de processos complexos, os quais estão em constante transformação que podem obedecer algum tipo de regra, mas que, em grande parte das vezes, estão sujeitos à aleatoriedade

inerente a uma natureza complexa e múltipla. Desse modo, vale ressaltar que as considerações descritas neste trabalho limitam-se apenas à amostra utilizada e ao período observado, não permitindo conclusões definitivas acerca da hipótese de conteúdo informacional da política de dividendos no mercado de capitais brasileiro.

BIBLIOGRAFIA

AHARONY, J.; DOTAN, A. Regular dividend announcements and future unexpected earnings: an empirical analysis. *The Financial Review*, v. 29, p. 125-151, 1994.

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

ALLEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH, I. A Theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, v. 55, p. 2499-2536, 2000.

ASQUITH, P.; MULLINS JR., D. The impact of initiating dividend payments on shareholder wealth. *The Journal of Business*, v. 46, p. 77-96, 1983.

BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, v. 38, p. 17-35, 1999.

BENARTZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past? *The Journal of Finance*, v. 52, p. 1007-1034, 1997.

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

BHATTACHARYA, S. Nondissipative signaling structures and dividend policy. *Quarterly Journal of Economics*, v. 95, p. 01-24, 1980.

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

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ação.

BRASIL. Lei nº 8.849, de 28 de janeiro de 1994. Altera a legislação do imposto sobre a renda e proventos de qualquer natureza e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

BRASIL. Lei no 9.250, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas físicas e dá outras providências.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385,

de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL, Lei nº 11.196, de 21 de novembro 2005. Institui o Regime Especial de Tributação para a Plataforma de Exportação de Serviços de Tecnologia da Informação - REPES, o Regime Especial de Aquisição de Bens de Capital para Empresas Exportadoras - RECAP e o Programa de Inclusão Digital; dispõe sobre incentivos fiscais para a inovação tecnológica; altera o Decreto-Lei nº 288, de 28 de fevereiro de 1967, o Decreto nº 70.235, de 6 de março de 1972, o Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986, as Leis nºs 4.502, de 30 de novembro de 1964, 8.212, de 24 de julho de 1991, 8.245, de 18 de outubro de 1991, 8.387, de 30 de dezembro de 1991, 8.666, de 21 de junho de 1993, 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, 8.989, de 24 de fevereiro de 1995, 9.249, de 26 de dezembro de 1995, 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 9.311, de 24 de outubro de 1996, 9.317, de 5 de dezembro de 1996, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 10.336, de 19 de dezembro de 2001, 10.438, de 26 de abril de 2002, 10.485, de 3 de julho de 2002, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.755, de 3 de novembro de 2003, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.925, de 23 de julho de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.033, de 21 de dezembro de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004, 11.053, de 29 de dezembro de 2004, 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, e a Medida Provisória nº 2.199-14, de 24 de agosto de 2001; revoga a Lei nº 8.661, de 2 de junho de 1993, e dispositivos das Leis nºs 8.668, de 25 de junho de 1993, 8.981, de 20 de janeiro de 1995, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.755, de 3 de novembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, e da Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências.

BREALEY, R. A. Does dividend policy matter? In: STERN, J. M.; CHEW, D. H. *The revolution in corporate finance*. 3. ed Oxford: Blackwell Publishers, 1998.

BREALEY, R. A.; MYERS, C. M. *Princípios de finanças empresariais*. 3 ed. Portugal: McGraw-Hill de Portugal, 1992.

BRENNAN, M. Taxes: market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, v. 23, p. 417-427, 1970.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. *Administração financeira: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2001.

BROOK, Y.; CHARLTON, W. T.; HENDERSHOTT, R. J. Do firms use dividends to signal large future cash flow increases? *Financial Management*, v. 27, p. 46-57, 1998.

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. In: *III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), 2003, São Paulo-SP. Anais do III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo), v.1, 2003.

BUENO, A. F. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, n.28, p. 39-55, 2002.

CERVO, A.; BERVIAN, A. *Metodologia Científica*. 5ª ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. *Avaliação de empresas – Valuation: Calculando o e gerenciando o valor das empresas*. 3ª ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, A. *A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia*. São Paulo: Makron Books, 2002.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L.; SKINNER, D. J. Reversal of fortune: dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth, *Journal of Financial Economics* v. 40, p. 341–371, 1996.

FAMA, E. F.; BABIAK, H. Dividend policy of individual firms: An empirical analysis, *Journal of the American Statistical Association*, v. 63, p. 1132-1161, 1968.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Forecasting profitability and earnings. *The Journal of Business*, v. 73, p. 161–175, 2000.

FREEMAN, R. N.; OHLSON, J. A.; PENMAN, S. H. Book rate-of-return and prediction of earnings changes: an empirical investigation, *Journal of Accounting Research* v. 20, p. 639–653, 1982.

GITMAN, L. *Princípios de administração financeira*. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GONEDES, N. J. Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income and extraordinary items. *Journal of Accounting Research*, v. 16, p. 26-79, 1978.

GORDON, M. Dividends, earnings, and stock prices, *Review of Economics and Statistics*, v. 41, p. 99-105, 1959.

GORDON, M. Optimal investment and Financing Policy, *Journal of Finance*, v. 18, p. 264-272, 1963.

GRAHAM, B.; DODD, D. L. *Security analysis: principles and techniques*. 3^a ed. New York: McGraw-Hill Book Company, 1951.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; BENARTZI, S.; THALER, R. Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, v. 78, p. 1659-1682, 2005.

GUAY, W.; HARFORD, J. The cash-flow permanence and information content of dividend increases versus repurchases, *Journal of Financial Economics*, v. 57, p. 385-415, 2000.

HANSEN, R. S.; KUMAR, R.; SHOME, D. K. Dividend policy and corporate monitoring: evidence from the regulated electric utility industry. *Financial Management*, v. 23, p. 16-22, Spring, 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.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. *Journal of Finance*, v. 40, p. 1053-70, 1985.

KOCH, A. S; SUN, A. X. Dividend changes and the persistence of past earning changes. *The Journal of Finance*, v. 54, n.5, out. 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies. *The Journal of Finance*, v. 55, p. 01-33, 2000.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *American Economic Review*, v. 46, p. 97–113, 1956.

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

LINTNER, J. The valuation of risk assets and the selection of risk investment in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, v. 47, p. 13-37, Feb. 1965.

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.

LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effect? *The Journal of Finance*, v. 37, p. 429-443, 1982.

LLOYD, W. P.; JAHERA, J. S.; PAGE, D. E. Agency costs and dividend payout ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*, Lincoln, v. 24, p. 19-29, 1985.

MARKOWITZ, H. Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 12, n.1, p.77-91, Mar. 1952.

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. *The Journal of Business*, v. 34, p. 411-431, 1961.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, v. 40, p. 1031–1051, 1985.

MILLER; M. H.; SCHOLES, M. Dividend and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, v. 90, p. 1118-1141, 1982.

MANUEL, T. A.; BROOKS, L. D.; SCHADLER, P. F. Common stock price effects of security issues conditioned by current earnings and dividend announcements. *The Journal of Business*, v. 66, p. 571-593, 1993.

MOORE, D. S.; MCCABE, G. P. *Introdução à prática da estatística*. 3ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2002.

NISSIM, D; ZIV, A. Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance*, v. 56, p. 2111-2133, 2001.

PENMAN, S. H. The predictive content of earnings forecasts and dividends. *The Journal of Finance*, v. 38, p. 1181-1199, 1983.

PRIGOGINE, Y.; STENGERS, I. *A nova aliança*. 3ª ed., Brasília: UNB, 1997.

QUIVY, R.; CAMPENHOUDT, L. V. *Manual de investigação em ciências sociais*. 2ª ed. Lisboa: Gradiva, 1998.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. *Administração Financeira: Corporate Finance*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.

ROZEF, M. How companies set their dividend payout ratios. In: STERN, J. M.; CHEW, D. H. *The revolution in corporate finance*. New York: Basel Blackwell, 1986.

SANT, R.; COWAN, A. R. Do dividends signal earnings? The case of omitted dividends. *Journal of Banking and Finance*, v. 18, p. 1113-1133, 1994.

SHARPE, W. F. Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk. *The Journal Finance*, Cambridge, v. XIX, n. 3, p. 425-442, 1964.

SHIRVANI, H.; WILBRATTE, B. An empirical investigation of asymmetric behavior in corporate dividend policy. *Economic Inquiry*, v. XXXV, p. 847-857, 1997.

SILVA, F. V. B. *Dividendos e juros sobre o capital próprio: as peculiaridades da política de distribuição de lucros no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis e Financeiras). – São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2004.

SPERANZINI, M. M. *Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). – São Paulo: Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994.

VENKATESH, P. C. The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and returns volatility, *The Journal of Business*, v. 62, 175-197, 1989.

WATTS, R. The information content of dividends. *The Journal of Business*, v. 46, p. 191-211, 1973.