

**Área Temática:** Finanças

**Título do Trabalho:**

**Análise da Relação entre as Variações Precedentes no Lucro e as  
Variações no Pagamento de Dividendos no Mercado de Capitais Brasileiro**

**AUTORES**

**JOSÉ ODÁLIO DOS SANTOS**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
j.odalio@pucsp.br

**ROMULO OLINDO RIGON COIMBRA E SILVA**

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo  
romuloolindo@bol.com.br

**RESUMO**

Diversos estudos sobre a política de dividendos demonstraram que alterações no pagamento de dividendos possuem conteúdo informacional sobre os lucros futuros da empresa. O presente trabalho pretende discutir o efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa, especificamente, com o objetivo fundamental de analisar a existência e o conteúdo informacional de variações nos pagamentos de dividendos de empresas de capital aberto do mercado de capitais brasileiro. O presente estudo examina se o mercado de capitais brasileiro interpreta variações no pagamento de dividendos como persistência das variações precedentes dos lucros. Para isso, empiricamente avalia se variações no pagamento de dividendos precedidas por variações nos lucros de mesmo sinal, são interpretadas pelos investidores como uma indicação de que as variações precedentes dos lucros tendem a persistir. Buscou-se verificar se a revisão dos investidores sobre o valor da empresa tende a ser mais intensa nos casos em que ocorrem variações negativas nos dividendos precedidas por variações negativas nos lucros. Modelos estatísticos de regressões múltiplas, aplicados no mercado de capitais norte-americano por Koch e Sun (2004), e apresentados no Journal of Finance, foram adaptados e testados no mercado de capitais brasileiro. Entretanto, tais modelos não tiveram poder de explicação suficiente para verificar a existência de conteúdo informacional nas variações de dividendos trimestrais, para a amostra e para o período definidos para o presente trabalho.

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

**ABSTRACT**

Many dividend theories imply that changes in dividends have information content about the future earnings of the firm. The present paper intends to discuss about the effect of dividend policy on the firm value, specifically, with the principal objective of analyze the existence and the information content in dividend changes on firms' payouts of Brazilian capital market. The present paper investigates whether the Brazilian capital market interprets changes in dividends as a signal about the persistence of past earnings changes. The study examines empirically whether a dividend change preceded by an earnings change of the same sign, is interpreted by investors of Brazilian capital market as a signal about the persistence of past earnings changes. We intended to verify whether the investors' revision about firm value is stronger in cases of negative dividends changes preceded by negative earnings changes,

than in cases of positive dividend changes preceded by positive earnings changes. Statistical models based in multiple regressions, previously applied in American capital market by Koch e Sun (2004), and presented on The Journal of Finance, were adapted and tested in Brazilian capital market. However these models don't have enough power to explain the existence of any information content in quarterly dividend changes, to the sample and to the period defined in this paper.

**Key-words:** Dividend policy, information content and capital market.

## 1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objetivo principal examinar o conteúdo informacional das variações no pagamento de dividendos precedidas por variações nos lucros de empresas, ocorridas no mercado de capitais brasileiro. O estudo pretende examinar empiricamente se o mercado interpreta variações de dividendos como sinais de persistência das variações passadas dos lucros das empresas. Adicionalmente, o estudo possui como objetivo específico a apresentação da teoria básica de finanças sobre o efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa. Complementarmente, busca-se verificar empiricamente se a revisão dos investidores sobre o valor da empresa tende a ser mais intensa nos casos em que ocorrem variações negativas nos dividendos precedidas por variações negativas nos lucros, do que nos casos de variações positivas. Em suma, o presente trabalho pretende trazer contribuições para a academia de finanças, a partir de considerações extraídas da relação entre a política de dividendos, o valor da empresa, a distribuição de lucros e a avaliação de ações.

A partir dos estudos e debates acerca da política de dividendos, o presente trabalho surge com o propósito de contribuição ao arcabouço da teoria de finanças, acerca da política de dividendos, a qual possui como um de seus marcos iniciais o modelo de Lintner publicado em 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, em um período de longo prazo. Lintner também observou que os gestores tendem a suavizar as alterações do nível de dividendos em relação às alterações no nível de lucro.

A relação entre o valor da empresa e a sua política de dividendos vem sendo constantemente debatida desde o clássico artigo de Modigliani e Miller, publicado em 1961, o qual defendeu a irrelevância da política de dividendos para o valor 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 aumenta 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.

Partidários da corrente centrista, argumentam que o conteúdo informacional existente na política de dividendos tende a remeter à hipótese de mercado eficiente, ou seja, considera que o preço dos ativos deve refletir rapidamente qualquer informação disponível (FAMA, 1970a,1991b).

Koch e Sun, em 2004 publicaram no *The Journal of Finance*, o artigo *Dividends Changes and The Persistence of Past Earning Changes*, o qual teve como objetivo examinar o conteúdo informacional contido nas variações de dividendos para o mercado de capitais americano. Os autores examinaram se o mercado interpreta variações de dividendos como um sinal de persistência das variações passadas dos lucros. O trabalho analisou empiricamente se alterações de dividendos causaram reações dos investidores quanto à avaliação sobre a persistência das variações precedentes dos lucros. Os resultados do trabalho confirmaram a hipótese de que mudanças nos dividendos implicaram revisões nas expectativas dos investidores quanto à persistência das variações passadas dos lucros. Adicionalmente, os autores chegaram à conclusão de que este efeito varia de acordo com a magnitude da mudança de dividendos e o com o sinal da variação passada dos lucros.

A partir de ajustes e considerações, aplicou-se a pesquisa de Koch & Sun para o mercado de capitais brasileiro, visando confrontar os resultados e avaliar qualitativamente as suas causas.

## 2. HIPÓTESES DE PESQUISA

O presente trabalho busca examinar a relação entre a reação do mercado a mudanças ocorridas nos valores de dividendos pagos e as variações passadas dos lucros das empresas. 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 (BREALEY & MYERS, 1992). Entretanto, considera-se que as interpretações do mercado acerca da variação da lucratividade da empresa podem ser complementadas pelas variações posteriores de seus dividendos. Deste modo, a variação de dividendos complementa as informações acerca da persistência das variações históricas dos lucros. Uma variação de dividendos com o mesmo sinal das variações passadas dos lucros seria interpretada pelos investidores como uma evidência de que as variações passadas dos lucros tenderiam a persistir, fazendo com que os investidores reavaliem suas ações na mesma direção das variações passadas dos lucros. Sob o argumento de que “a hipótese equivale habitualmente à suposição verossímil, depois comprovável ou denegável pelos fatos” (CERVO & BERVIAN, 2002), descreve-se para a pesquisa a seguinte verificação:

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

A análise de conteúdo informacional acerca de mudanças nos valores dos dividendos pagos, realizada no presente trabalho, tem como objetivo verificar se os sinais das mudanças de dividendos, precedidas por variações nos lucros, possuem influências distintas para a interpretação do mercado. Fama & 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 – 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. Deste modo, podemos descrever a hipótese da seguinte maneira:

- **Hipótese 2:** supõe 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.

## 3. TEORIA SOBRE O EFEITO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Neste tópico serão apresentados os posicionamentos das correntes de pensamento acerca do efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa. Algumas empresas distribuem dividendos baixos baseando-se na existência de oportunidades de investimentos que gerarão fluxos de caixa futuros que aumentarão o valor da empresa. Outras empresas se dispõem a distribuir dividendos altos, pois se propõem 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. Portanto, afirma-se que a política de distribuição de dividendos constitui-se em uma alternativa entre a retenção do lucro ou o pagamento de dividendos e emissão de novas ações (BREALEY & MYERS, 1992).

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 (SPERANZINI, 1994). Deste modo, pode-se afirmar que uma política ótima de dividendos seria a melhor decisão sobre a proporção entre a retenção e distribuição dos lucros, no intuito de que os gestores financeiros estejam maximizando a riqueza dos acionistas através da própria distribuição dos lucros e através de investimentos em projetos de valor presente líquido positivo.

Como um dos principais marcos teóricos sobre decisões quanto à política de dividendos, deve-se citar o trabalho de John Lintner, publicado em 1956, no *American Economic Review*, denominado *Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes*. Neste estudo, Lintner realizou uma série de entrevistas com gestores financeiros acerca de suas políticas de dividendos e identificou 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 como com as variações de dividendos.

A questão sobre o efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa vem sendo discutida desde o início da década de 60. Até a publicação do artigo de Modigliani & Miller (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. Com isso, as empresas poderiam elevar seu valor através do 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.

Pode-se citar como alguns dos principais defensores da corrente tradicional Dodd, Graham e Gordon (SPERANZINI, 1994). 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):

*“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.”*

Portanto, a corrente de pensamento tradicional, baseada pelo modelo de Lintner (1956), possuía a convicção de que as taxas de pagamento de dividendos teriam 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 estabeleceram uma relação específica entre lucros e dividendos, através 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. 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-se que o retorno exigido por uma ação deveria aumentar proporcionalmente ao volume do lucro retido, devido a maior incerteza inerente aos investimentos a serem realizados pela empresa em relação aos seus pagamentos de dividendos.

Modigliani & Miller (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.

Esse mesmo artigo apresentou argumentos contrapostos aos pensamentos dos defensores da teoria *bird in the hand*. Os autores demonstraram 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 dos 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. Neste caso, ocorreria uma transferência de valor dos antigos acionistas para os novos acionistas, que seria equilibrada pelo recebimento de dividendos extraordinários.

Deste modo, pode-se concluir que o valor da empresa seria determinado pela sua capacidade em gerar fluxos de caixa futuros, através de seus investimentos. Entretanto, o modelo de Modigliani & Miller (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 debate acerca da relação entre a política de dividendos e valor da empresa, no qual realizou críticas à corrente de pensamento que defendia a irrelevância. O

autor criticou 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.

Modigliani & Miller (1961) definiram a tributação como a principal imperfeição de mercado que poderia ter influência sobre a política de dividendos. Portanto, 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 procuraram amenizar os efeitos desta imperfeição através do argumento de que existem grupos de investidores que possuem diferenciação tributária ou vantagens tributárias sobre o recebimento de dividendos. Surgia 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. Pode-se classificar os investidores do mercado de capitais norte-americano conforme suas preferências, de acordo com o agrupamento realizado por Black & Scholes (1974):

**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 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 através 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 existiria uma oferta disponível de diferentes tipos de políticas de dividendos e uma demanda de diferentes tipos de clientela. Portanto, pode-se concluir que o equilíbrio de mercado eliminaria o efeito da política de dividendos sobre a precificação das ações Black & Scholes (1974).

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 foco 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 ser citados Brennan, Litzenberger e Ramaswamy (1970), autores que incorporaram ao CAPM (*capital asset pricing model*) o efeito da tributação inerente ao pagamento de dividendos e ao ganho de capital. Os autores ampliaram o modelo do CAPM ao considerarem que o prêmio pelo risco esperado por uma ação é baseado no seu risco sistemático e no seu *dividend yield* esperado. Para os autores, 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*. Concluiu-se que o pagamento de dividendos torna-se indesejável ao investidor, já que este reduziria o valor da ação no mercado.

Litzenberger & Ramaswamy (1979) aprimoraram o modelo desenvolvido por Brennan em 1970, incorporando a este uma estrutura de tributação progressiva e tendo como premissa a limitação do volume de empréstimo que os investidores podem tomar. Deste 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, ou seja, de que os dividendos são indesejáveis, já que os investidores exigiam um retorno mais elevado para aquelas ações com altas taxa de dividendos.

O modelo de Litzenberger e Ramaswamy, de 1979, foi criticado por Miller & Scholes (1982), sob o argumento de que os autores não haviam eliminado o chamado efeito informacional. Os críticos reaplicaram o modelo proposto, ajustando-o para eliminação do efeito informacional 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 conteúdo informacional 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 iniciam-se outros debates quanto à política de dividendos que se mantêm atualmente, dos quais destacaremos 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 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 sujeitos a menor carga tributária.

O segundo debate remanescente refere-se à análise da relação entre a política de dividendos e os custos de agência. Este debate é suportado pela Teoria da Agência de Jensen & 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 refere-se às discussões sobre a existência de conteúdo informacional nos dividendos, o qual consiste em objeto de estudo fundamental do presente trabalho. As evidências que embasam o debate referem-se às observações de que alterações nas taxas de dividendos são, frequentemente, seguidas por alterações nos preços das ações. Modigliani & Miller (1961) afirmaram que o comportamento observado não estaria relacionado aos dividendos pagos, mas sim ao seu conteúdo informacional. 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. Deste modo, os administradores apenas alterariam a taxa de pagamento de dividendos na medida em que se sentissem confortáveis em sustentá-la através resultados futuros da empresa. Portanto, alterações nos dividendos seriam informações sobre a expectativa de resultados futuros, transferidas pela administração ao mercado.

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, e que persistem na época da realização do presente texto. O debate sobre o conteúdo informacional dos dividendos representa o objeto de estudo do presente trabalho, visando contribuir para o arcabouço teórico que trata das evoluções da política de dividendos.

#### **4. METODOLOGIA**

O presente estudo realizou uma revisão bibliográfica acerca da teoria sobre política de dividendos, a partir da seleção de artigos com abordagens de destaque sobre o assunto.

No intuito de verificar a existência do conteúdo informacional nas variações de dividendos, como um sinal de persistência das variações passadas dos lucros da empresa, o presente trabalho foi realizado com base em análises de regressão múltipla, na qual a variável-

resposta  $y$  depende não de apenas de uma, mas de  $p$  variáveis explanatórias (MOORE & MACCABE, 2002). A variável-resposta estabelecida para as análises empíricas realizadas neste estudo é baseada no retorno anormal acumulado obtido pelas ações das empresas em torno da data de publicação de pagamento de dividendos.

Baseando-se na metodologia utilizada por Koch & Sun (2004), obedecendo à realidade do mercado de capitais brasileiro, foi elaborado um modelo de regressão múltipla composto por variáveis quantitativas posteriormente agregadas variável qualitativa. Inicialmente o modelo de regressão composto por variáveis quantitativas considerou, como variáveis explanatórias, a variação dos lucros precedente ao anúncio da mudança de dividendos e as variações de lucros ocorridas posteriormente ao anúncio da mudança de dividendos. A variável qualitativa a ser agregada ao modelo de regressão está relacionada ao sinal da variação de lucros precedente ao anúncio de mudanças nos dividendos.

Em suma, a metodologia proposta para o presente trabalho baseia-se, predominantemente, em análises de variáveis quantitativas, através da utilização de modelos estatísticos criados a partir de regressões múltiplas, cujo objetivo consiste em verificar se variações ocorridas nos pagamentos de dividendos são interpretados como um sinal – refletido no retorno acumulado das ações em torno do anúncio do dividendo – de que as variações nos lucros ocorridas no passado tendem a persistir.

Para realização do presente estudo, foram coletadas variações trimestrais ocorridas no pagamento de dividendos, de empresas de capital aberto cujas ações foram negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), no período entre os anos de 1999 e 2006. 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 (Ibovespa), ao menos um pagamento de dividendo que tenha periodicidade trimestral.

(ii) Para que o dividendo tenha sido considerado trimestral, seu anúncio deve ter ocorrido no prazo entre 80 e 120 dias posterior ao último anúncio de pagamento de dividendos publicado pela empresa.

(iii) A empresa deveria possuir suas demonstrações financeiras trimestrais registradas na Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), referente aos dois trimestres anteriores e aos dois trimestres posteriores à data de anúncio que caracterizou a variação nos dividendos.

(iv) As ações da empresa referentes aos dividendos anunciados devem ter sido precificadas durante os cinco dias que circundaram a data do anúncio que caracterizou a variação nos dividendos.

Para definição da amostra não foram considerados pagamentos de juros sobre o capital próprio, devido à existência de tributação sobre este tipo de pagamento de dividendos. A exclusão dos pagamentos de juros sobre capital próprio foi estabelecida para que os modelos de regressão adotados neste estudo não fossem impactados pelo efeito clientela. A análise dos registros da Bovespa sobre o pagamento de dividendos nos forneceu a seguinte amostra para realização do presente estudo:

**Tabela 1:** Amostra

Itens	Variação de Lucros referente ao trimestre anterior à variação de Dividendos		Total
	<i>Aumento do Lucro</i>	<i>Queda do Lucro</i>	<b>Qde.</b>
<i>Aumento de Dividendos</i>	53	30	83
<i>Queda de Dividendos</i>	25	31	56
<i>Total</i>	78	61	<b>139</b>

**Fonte:** Bovespa, 05/2007

Da amostra apresentada na Tabela 1, foram testadas as observações em que a variação de dividendos possui o mesmo sinal da variação de lucros referente ao trimestre anterior à variação de dividendos. Chegou-se ao total de 84 (53 + 31) observações, referentes aos dividendos pagos por 30 empresas.

No intuito de verificar a reação do mercado diante de uma variação nos dividendos e uma variação precedente nos lucros de mesmo sinal, aplicou-se o modelo estatístico de Koch & Sun (2004) na amostra coletada:

$$RAP_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (1)$$

sendo:

$RAP_{t,i}$  = Retorno anormal acumulado para a firma  $i$  durante os 05 dias que circundam a aprovação da variação do dividendos.

$\Delta LUCRO_{t,i}$  = Variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio trimestral de lucros feito anteriormente à variação de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de  $RAP_{t,i}$ .

$\Delta FUTURO_{t,i}$  = Soma das variações dos lucros por ação ocorridas nos dois trimestres posteriores ao anúncio da mudança de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de  $RAP_{t,i}$ .

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

O  $RAP_{t,i}$  é calculado pelo retorno anormal acumulado da ação durante os cinco dias que circundam a aprovação de dividendos que acarretou a variação nos dividendos da empresa. A data da aprovação deve ser o dia central dos cinco dias que circundam a aprovação. O retorno anormal é calculado pela diferença entre o retorno da ação da empresa e o retorno apurado pelo mercado, aqui representado pelo Ibovespa.

O  $\Delta LUCRO_{t,i}$  é calculado pela subtração do lucro por ação trimestral anunciado anteriormente à data da variação nos dividendos da empresa, do lucro por ação trimestral anunciado anteriormente a este; dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de  $RAP_{t,i}$ . Em outras palavras, o cálculo do  $\Delta LUCRO_{t,i}$  é igual ao lucro por ação do trimestre  $t$  menos o lucro por ação do trimestre  $t - 1$ , sendo o trimestre  $t$  aquele imediatamente anterior à variação de dividendos; sendo o resultado desta subtração dividido pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de  $RAP_{t,i}$ . O coeficiente definido para  $\Delta LUCRO_{t,i}$ , ou seja,  $\beta_1$ , 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 do dividendo. A Hipótese 1 pressupõe que  $\beta_1$  seja maior do que zero.

O  $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$  é calculado pela soma das variações de lucros ocorridas nos dois trimestres posteriores a mudança de dividendos, sendo o resultado desta soma dividido pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de  $\text{RAP}_{t,i}$ . O coeficiente  $\beta_2$ , definido para  $\Delta\text{FUTURO}_{t,i}$ , mede o grau em que variações futuras dos lucros são antecipadas pelo mercado na data de anúncio da variação nos dividendos.

Com o objetivo de testar esta hipótese aplicou-se à amostra o seguinte modelo estatístico:

$$\begin{aligned} \text{RAP}_{t,i} = & \alpha + \beta_1 \Delta\text{LUCRO}_{t,i} + \beta_2 \Delta\text{FUTURO}_{t,i} \\ & + \beta_3 \Delta\text{LUCRO}_{t,i} \times \Delta\text{SINDUM}_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \end{aligned} \quad (2)$$

**sendo:**

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

As demais variáveis do Modelo 02 possuem os mesmos significados descritos na legenda estabelecida na equação (1). Para as firmas com variação precedente de lucros negativa, a relação entre a reação do mercado em torno da data de variação de dividendos e a variação de lucro precedente, é fornecida por  $\beta_1$ . Para as firmas com variação precedente de lucros positiva, a relação entre a reação do mercado em torno da data de variação de dividendos e a variação de lucro precedente, é fornecida por  $\beta_1 + \beta_3$ . O coeficiente  $\beta_3$  captura o grau em que a relação entre o efeito do anúncio de dividendos e a variação precedente de lucros difere devido ao sinal da variação de lucros. Portanto, para que a Hipótese 02 se confirme é necessário que o coeficiente  $\beta_3$  seja negativo.

## 5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

A amostra estabelecida de acordo com os critérios definidos no presente trabalho foi testada pelos modelos de regressão múltipla definidos pelas equações (1) e (2). Os resultados atingidos pelo modelo definido na equação (1) estão descrito a seguir na Tabela 2:

**Tabela 2:** Resultados do modelo definido na equação (1)

$RAP_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$			
A variável $RAP_{t,i}$ equivale ao retorno anormal acumulado para a firma $i$ durante os 05 dias que circundam a aprovação da variação do dividendos. A variável $\Delta LUCRO_{t,i}$ equivale à variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio trimestral de lucros feito anteriormente à variação de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de $RAP_{t,i}$ . A variável $\Delta FUTURO_{t,i}$ equivale à soma das variações dos lucros por ação ocorridas nos dois trimestres posteriores ao anúncio da mudança de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de $RAP_{t,i}$ . A variável $\varepsilon_{t,i}$ é um termo de erro.			
$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	Adj- $R^2$
-0,0064	0,057	0,061	0,0%
t = -0,61	t = 0,16	t = 0,28	
p = 0,546	p = 0,877	p = 0,781	

**Fonte:** Autores

A Hipótese 1 foi testada através da aplicação do modelo de regressão múltipla definido na equação (1). Para que a Hipótese 1 se corroborasse seria necessário que  $\beta_1$  fosse maior do que zero. O resultado de  $\beta_1$  acima de zero demonstraria que o mercado reagiria no mesmo sentido da variação de dividendos precedida por uma variação de lucro de mesmo sinal, ou seja, o mercado interpretaria a variação de dividendo como um sinal de que as variações precedentes de lucro iriam persistir para o futuro. De fato, os resultados obtidos para o teste com a amostra estabelecida neste trabalho apresentaram um valor de  $\beta_1$  acima de zero ( $\beta_1 = 0,057$ ,  $t = 0,16$ ). No entanto, a Hipótese 1 deve ser descartada pelos resultados obtidos neste trabalho. A Hipótese 1 não se confirma devido ao fato de o resultado do coeficiente  $\beta_1$  ser muito próximo de zero. Adicionalmente, pode-se verificar o baixo valor de  $t$ , o que demonstra que os resultados obtidos pelo modelo de regressão não possui poder de explicação significativo. O resultado de  $Adj-R^2$  ( $Adj-R^2 = 0,0\%$ ) demonstra que o modelo não pode explicar a variância de  $RAP_{t,i}$ . Os valores de  $p$  foram muito elevados, demonstrando que não há relação entre as variáveis. Em suma, o teste realizado na amostra através do modelo estabelecido na equação (1) não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 1. Portanto, para o período analisado não se pode concluir que existe algum conteúdo informacional no anúncio de dividendos. Especificamente, não se pode afirmar que variações nos dividendos precedidas por variações de lucros de mesmo sinal são sinais da persistência das variações de lucros no futuro. Complementarmente, analisando o resultado obtido pelo coeficiente  $\beta_2$  ( $\beta_2 = 0,28$ ,  $t = 0,781$ ), não se pode afirmar que o mercado recebe informações suficientes para antecipar as variações futuras dos lucros.

Os resultados atingidos pelo modelo definido na equação (2) estão descrito a seguir na Tabela 3:

**Tabela 3:** Resultados do modelo definido na equação (2)

$RAP_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times \Delta SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$				
A variável $RAP_{t,i}$ equivale ao retorno anormal acumulado para a firma $i$ durante os 05 dias que circundam a aprovação da variação do dividendos. A variável $\Delta LUCRO_{t,i}$ equivale à variação do lucro por ação ocorrida para o mais recente anúncio trimestral de lucros feito anteriormente à variação de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de $RAP_{t,i}$ . A variável $\Delta FUTURO_{t,i}$ equivale à soma das variações dos lucros por ação ocorridas nos dois trimestres posteriores ao anúncio da mudança de dividendos, dividida pelo valor da ação no primeiro dia utilizado para o cálculo de $RAP_{t,i}$ . A variável $SINDUM$ é uma variável qualitativa que possui valor de um, se a variação precedente do lucro por ação foi positiva e zero para qualquer outro caso. A variável $\varepsilon_{t,i}$ é um termo de erro.				
$\alpha$	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	Adj-R <sup>2</sup>
-0,0095	-0,76	0,067	0,94	0,0%
t = -0,84	t = -0,69	t = 0,30	t = 0,79	
p = 0,404	p = 0,491	p = 0,763	p = 0,433	

**Fonte:** Autores

A Hipótese 2 foi testada através da aplicação do modelo de regressão múltipla definido pela equação (2). A Hipótese 02 supõe 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 confirmaria a persistência de queda dos lucros do que nos casos de aumento dos dividendos, que confirmaria a persistência de aumento dos lucros. Para que a Hipótese 2 se corroborasse seria necessário que  $\beta_3$  fosse negativo, requisito fundamental que não foi atendido pelo modelo utilizado ( $\beta_3 = 0,94$ ,  $t = 0,79$ ). A variável  $SINDUM$  do modelo verifica apenas os valores estabelecidos para as variações positiva de lucro, já que  $SINDUM$  é igual a zero para as variações negativas precedentes de lucros. O coeficiente  $\beta_3$  tem como objetivo capturar o grau em que a relação entre o efeito do anúncio de dividendos e a variação precedente de lucros difere devido ao sinal da variação de lucros. Esperava-se que  $\beta_3$  fosse negativo demonstrando que esta relação seria mais fraca para os casos de variação positiva de lucros. Portanto, não se pode afirmar que o mercado reage de maneira mais intensa nos casos de variações negativas de dividendos precedidas de variações negativas de lucros, do que nos casos de variações positivas.

Pode-se verificar que o valor de  $t$ , para o coeficiente  $\beta_3$ , foi baixo, o que não nos permite afirmar que os investidores teriam uma reação mais intensa para os casos em que ocorrem variações positivas de lucros. Adicionalmente, os valores de  $p$  e de  $Adj-R^2$  ( $Adj-R^2 = 0,0\%$ ) demonstraram que o modelo não possui poder de explicação significativo. Em suma, o teste realizado na amostra através do modelo estabelecido na equação (2) não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 2. Portanto, para o período analisado não se pode concluir que existe alguma indicação de uma maior intensidade da reação do mercado nos casos em que ocorrem quedas nos dividendos precedidas por quedas da lucratividade.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como motivação contribuir com o arcabouço teórico de finanças, analisando empiricamente a existência de conteúdo informacional nas variações de pagamentos de dividendos trimestrais, de empresas de capital aberto. A metodologia

estabelecida para a verificação empírica foi baseada no trabalho de Koch & Sun (2004) e adaptada à realidade do mercado de capitais brasileiro.

O objetivo principal do trabalho foi testar empiricamente, se os investidores do mercado de capitais interpretam uma variação de dividendos precedida por uma variação de lucros de mesmo sinal, como uma indicação da persistência da variação de lucros. Adicionalmente, buscou-se verificar empiricamente se variações negativas de dividendos precedidas de variações negativas de lucros provocam maior impacto na revisão do valor da empresa pelo mercado, do que nos casos de variações positivas.

O trabalho de Koch & Sun (2004) realizado no mercado de capitais norte-americano pôde corroborar as hipóteses descritas neste estudo. Entretanto, os testes aplicados na amostra definida para o presente trabalho, através dos modelos de regressão múltipla estabelecidos, não tiveram poder de explicação suficiente para corroborar as hipóteses descritas. Deve-se ressaltar que o presente trabalho não teve a pretensão de invalidar os modelos estatísticos descritos, mas sim de adaptá-los à realidade do mercado de capitais brasileiro e testá-los em uma determinada amostra para um determinado período de tempo, no intuito de obter uma descrição e não uma prescrição.

O artigo buscou contribuir com as discussões acerca do efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa, que vêm sendo realizadas desde a década de 60. Além disso, o presente estudo buscou contribuir com analistas do mercado de capitais, assim como com gestores financeiros em suas análises de investimentos e em suas políticas de distribuição de lucros, respectivamente. Pode-se afirmar que pesquisas futuras sobre a existência e sobre o significado de conteúdo informacional dos dividendos podem ser relevantes para contribuição com a teoria de finanças. Sugere-se que os modelos testados possam ser reaplicados a amostras e a períodos alternativos. Além disso, seria relevante que a metodologia do presente estudo fosse adaptada para que seus modelos possam obter maior poder de explicação. Em suma, pode-se afirmar que os debates acerca do efeito da política de dividendos sobre o valor da empresa devem permanecer, assim como as verificações empíricas acerca do conteúdo informacional dos dividendos.

## **BIBLIOGRAFIA**

- ALLEN, F.; BERNARDO, A. E.; WELCH, I. A Theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance*, v. 55, p. 2499-2536, 2000.
- 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.
- 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.
- CERVO, A.; BERVIAN, A. *Metodologia Científica*. 5. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal Finance*, pp. 383-417, 1970.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets II. *The Journal Finance*, December, pp. 1575-1617, 1990.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Forecasting profitability and earnings, *Journal of Business* v. 73, 161–175, 2000.

- 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*. 3a ed. New York: McGraw-Hill Book Company, 1951.
- 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.
- 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, out. 1976.
- 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.
- 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? *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.
- MICHAELY, R. Ex-dividend day stock price behavior: the case of the 1986 tax reform act. *The Journal of Finance*, v. 46, p. 845-859, 1991.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, p. 411-431, 1961.
- MOORE, D. S.; MCCABE, G. P. *Introdução à prática da estatística*. 3ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 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.
- 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.