

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

CONTEÚDO INFORMACIONAL: UMA ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE LUCROS E DIVIDENDOS

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

PAULA A. R. COELHO

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
parcoelho83@yahoo.com.br

DANIEL GIACCHERI

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
daniellg@ibmecsp.edu.br

RESUMO

O presente trabalho teve como objetivo principal verificar se é possível capturar o conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal, ocorridas no mercado de capitais brasileiro, entre o período de 2000 e 2006. Adicionalmente, buscou-se verificar se o mercado utiliza mudanças de dividendos como conteúdo informacional sobre a lucratividade futura da empresa. O foco então foi verificar se os desempenhos de lucros e dividendos estão sempre relacionados positivamente. Os resultados extraídos de modelos de regressão e testes de hipóteses demonstraram que mudanças de dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como conteúdo informacional relacionado à persistência das mudanças precedentes dos lucros. A contribuição que pode se extrair da pesquisa é a de alertar os investidores que nem sempre uma mudança de dividendos é precedida por uma mudança nos lucros de mesmo sinal. Ou seja, outras variáveis podem interferir nessa relação, como, por exemplo, o anúncio de descobertas ou conquistas de novos mercados e/ou clientes que exigirão investimentos em capital de giro e em ativos fixos de grande porte, sacrificando temporariamente, ou no curto prazo, a distribuição de dividendos.

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

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. 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 debatida desde o artigo de Modigliani e Miller (1961), o qual defendeu a irrelevância da política de dividendos para o valor da empresa em um mercado perfeito. Até então, a teoria que predominava era a chamada “*bird in the hand*”, que argumenta a favor dos dividendos como forma de valorização da empresa. Os debates estabeleceram 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.

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 constantes e atualmente publicadas por diversos autores em relevantes periódicos internacionais.

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, o problema fundamental desta pesquisa consiste em capturar o conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças de lucros de mesmo sinal. Portanto, pretende-se verificar se o mercado de capitais brasileiro interpreta mudanças na distribuição de dividendos como um sinal de persistência das mudanças de lucros ocorridas no passado.

Para tanto, 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, 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 das mudanças precedentes dos lucros. Ainda, de forma mais

específica, o trabalho visa: a) verificar se o **sinal** das mudanças de dividendos é reconhecido pelo mercado como conteúdo informacional acerca da 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 das mudanças precedentes de lucros.

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. 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 (BREALEY & MYERS, 1992, p. 376). 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 tais hipóteses 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 de conteúdo informacional acerca de mudanças nos valores dos dividendos pagos tem como objetivo verificar se os sinais das mudanças de dividendos, precedidas por mudanças nos lucros, possuem influências distintas para a interpretação 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 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.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

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 Modigliani e 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. 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. 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.

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. 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.

Modigliani e Miller (1961) publicaram seu clássico artigo em que 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 Modigliani e Miller (*op.cit.*) apresentou argumentos contrapostos aos pensamentos dos defensores da teoria “*bird in the hand*”. 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 Modigliani e Miller (1961) sofreu críticas devido a sua sustentação sobre o contexto do mercado perfeito. Lintner (1962) desenvolveu um ensaio teórico no qual critica a teoria da irrelevância, devido ao 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 e Miller (*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. Classificam-se os investidores do mercado de capitais norte-americano conforme 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. 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 E 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. 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. 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 impunha maior carga tributária sobre os dividendos do que sobre os ganhos de capital. Além disto, permitia 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, podem-se citar Brennan (1970), Litzenberger e Ramaswamy (1979). Os 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 à conclusão 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 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, 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 ganhos de capital. O autor não obteve 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. Modigliani e Miller (1961) afirmaram que o comportamento observado não estaria relacionado aos

dividendos pagos, mas sim ao seu conteúdo informacional. 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).

4. 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) (i) 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.

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.

Nesta 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, Hipótese 2 e Hipótese 3. A seguir segue tabela 01 elucidativa:

TABELA 01 – CRITÉRIO PARA SELEÇÃO DA AMOSTRA

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

Fonte: autor.

A amostra possui 202 (133 + 69) observações. A tabela 02 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 02 – Comportamento das mudanças de lucros e de dividendos

	Elevação dos Dividendos			Queda dos Dividendos	
	Qtd.	%		Qtd.	%
Elevação dos Lucros	133	65,84%	Queda dos Lucros	69	34,16%

Fonte: autor

5. METODOLOGIA

O modelo apresentado na equação (1) foi baseado no trabalho de Koch e Sun (2004) e tem como objetivo testar a Hipótese 1. 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) demonstram 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 $\Delta FUTURO_{t,i}$. O coeficiente β_2 , definido para $\Delta FUTURO_{t,i}$, 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 ($CAR_{t,i}$) e a variação futura dos lucros referente ao primeiro ano subsequente à data de mudança nos dividendos ($\Delta FUTURO_{t,i}$).

Com o objetivo de analisar a relação entre a reação do mercado, a mudança dos dividendos e as mudanças precedentes dos lucros, o seguinte modelo de regressão múltipla foi aplicado à amostra:

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

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.

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. **Para testar a Hipótese 2, aplicou-se à amostra o seguinte modelo:**

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (2)$$

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 (2) possuem os mesmos significados descritos para o modelo estabelecido na equação (1). 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 mesma relação 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.

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. Os gestores ajustariam os dividendos em uma fração das mudanças recentes dos lucros. Infere-se que uma mudança mais significativa nos níveis de dividendos em relação à mudança precedente de lucros seria um sinal evidente de que 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 embasa o teste da Hipótese 3, através do seguinte modelo:**

$$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (3)$$

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 (3) possuem os mesmos significados descritos para o modelo estabelecido na equação (1).

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 seja 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).

6. RESULTADOS DOS MODELOS TESTADOS

Neste tópico, serão apresentados os resultados para aplicação dos três modelos de regressão múltipla, apresentados no capítulo de metodologia. A Hipótese 1 foi testada pela aplicação do modelo de regressão apresentado na equação (1). A Tabela 03 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (1).

Tabela 03 – Aplicação do modelo de regressão (1)

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$			
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 (1). Os resultados demonstraram que o coeficiente da variável $\Delta LUCRO_{t,i}$ é muito próximo de zero ($\beta_1 = -0,000027$), 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 $\Delta LUCRO_{t,i}$ descarta a Hipótese 1. Além disso, pôde-se verificar que, ao nível de 95% de confiança, o coeficiente da variável $\Delta LUCRO_{t,i}$ não poderia ser considerado negativamente relacionado à variável $CAR_{t,i}$, já que o valor de t ($\beta_1 = -0,000027$; $t = -0,21$) 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 $\Delta FUTURO_{t,i}$ 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 amostra, por meio do modelo estabelecido na equação (1), 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 foi testada pela aplicação do modelo de regressão (2). A Tabela 04 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (2).

Tabela 04 – Aplicação do modelo de regressão (2)

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} + \beta_2 \Delta FUTURO_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times SINDUM_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$				
α	β_1	β_2	β_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 (2). Para que a Hipótese 2 se corroborasse, seria necessário que β_3 fosse negativo, fato que pôde ser observado ($\beta_3 = -0,0666$; $t = -1,32$). 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 amostra através do modelo estabelecido na equação (2) não teve poder suficiente para corroborar a Hipótese 2. 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 foi testada pela aplicação do modelo de regressão (3). A Tabela 05 apresenta as principais informações que embasam o teste do modelo (3).

Tabela 05 – Aplicação do modelo de regressão (3)

$CAR_{t,i} = \alpha + \beta_1 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 1_{t,i} + \beta_2 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 2_{t,i} + \beta_3 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 3_{t,i} + \beta_4 \Delta LUCRO_{t,i} \times MAGDUM 4_{t,i} + \beta_5 \Delta FUTURO_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$						
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 (3). 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. 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-R2 = 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.

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.

O resultado desta pesquisa demonstra que mudanças de dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como conteúdo informacional acerca da persistência das mudanças precedentes dos lucros. O sinal das mudanças de dividendos também não é interpretado como conteúdo informacional acerca da persistência das mudanças precedentes dos lucros. A magnitude das mudanças de dividendos não é reconhecida pelo mercado como conteúdo informacional acerca da 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 relação à análise 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. A análise não permite 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.

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.

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

- 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.
- 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 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*. 5ª ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002.

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

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.

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.; JAHARA, 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. *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.

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.