FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE

LUCIENE SANTANA

RELAÇÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E RETORNO DAS AÇÕES ABORDANDO ASPECTOS DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Um Estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas Na Bovespa

VITÓRIA

2006

LUCIENE SANTANA

RELAÇÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E RETORNO DAS AÇÕES ABORDANDO ASPECTOS DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Um Estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas Na Bovespa

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Prof. Dr. Victor Gomes e Silva

VITÓRIA

2006

FICHA CATALOGRÁFICA

Santana, Luciene.
Relação entre Dividend Yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: um estudo empírico em empresas com ações negociadas na Bovespa. / Luciene Santana. Vitória: FUCAPE, 2006.
82p.

Dissertação – Mestrado.
Inclui bibliografia.

1.Dividend Yield 2.Retorno das ações 3.Política de dividendos - fatores determinantes I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças II.Título.

CDD - 657

LUCIENE SANTANA

RELAÇÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E RETORNO DAS AÇÕES ABORDANDO ASPECTOS DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS: Um Estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas Na Bovespa

Dissertação de Mestrado apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Banca Examinadora:

_____

Presidente da Banca: Prof. Dr. Victor Gomes e Silva (FUCAPE)

_____

Prof. Dr. Rodrigo Loureiro Medeiros (FUCAPE)

_____

Prof. Dr. Alexandre Barros da Cunha

Dedico aos meus pais e
toda a minha família e, em
especial, as minhas tias:
Zilma e Helena.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente a Deus por tudo.

Aos meus pais e toda a minha família pelo apoio durante o curso, pela compreensão das ausências e dos momentos mais difíceis.

A FUCAPE, aos Idealizadores e Patrocinadores do Primeiro Prêmio Eliseu Martins, por ter me proporcionado à oportunidade de poder cursar um mestrado através de uma bolsa de estudos.

Aos professores Fábio Moraes da Costa e Victor Gomes pelas contribuições, e, a todos os demais Professores das disciplinas ao longo do curso.

A todos os meus colegas de sala de aula pela convivência agradável e por compartilhar idéias e ensinamentos em nossas tantas reuniões de estudos: Ivone, Aucilene, Mirian entre outros. E, especialmente aos colegas Jorge e Franciane pela amizade, carinho e atenção nos momentos mais críticos.

As Bibliotecárias da FUCAPE, em especial à Adriana e Geovana pela paciência e amizade. E a Geovana por representar uma grande amiga e conselheira nos momentos que mais precisei na vida.

Enfim, agradeço a todos que conviveram comigo no decorrer desse curso.

“Eu, a sabedoria, habito com a
prudência, e possuo o
conhecimento e a discrição”.
(Provérbios.:8.12)

RESUMO

Este estudo destina-se a investigação da relação entre o Dividend Yield e o Retorno das ações considerando, ao mesmo tempo, alguns fatores determinantes da política de dividendos em uma amostra constituída por empresas com ações negociadas na BOVESPA no período de 1998 a 2003. Infere-se que, se a política de dividendos pode afetar o valor da empresa, então, este fato poderá ser influenciado pelos fatores que determinam o pagamento dos dividendos. Existem diversos estudos empíricos que abordam os efeitos da política de dividendos no valor da empresa, no entanto, tais estudos, não costumam abordar simultaneamente os fatores que possam afetar a política de dividendos. Os fatores determinantes da Política de dividendos considerados neste estudo são: o Setor de atividade, a Capacidade de geração de lucros e as Oportunidades de Crescimento e Investimento da empresa. Para realização desse estudo, foi utilizada a técnica estatística de regressões múltiplas com dados em painel (Pooled Least Square). Ao testar empiricamente quais os fatores que determinam a política de dividendos, somente a capacidade de geração de lucros possui relação estatisticamente significante com os dividendos. Enquanto que, no teste para verificar a relação entre Retorno das ações e Dividend Yield encontra-se uma relação estatisticamente significante e positiva somente na amostra que considera as características do setor de atividade das empresas. Todavia, diante dos resultados encontrados, não se encontram evidências suficientes para apoiar as hipóteses formuladas neste estudo, ou seja, de que os fatores determinantes da política de dividendos exercem influência na relação entre Dividend Yield e Retorno das ações.

ABSTRACT

This study is destined the investigation of the relationship between Dividend Yield and the Return of the actions considering, at the same time, some decisive factors of the politics of dividends in a sample constituted by companies with actions negotiated in BOVESPA in the period from 1998 to 2003. It is inferred that, if the politics of dividends can affect the value of the company, then, this fact can be influenced by the factors that determine the payment of the dividends. Several empiric studies that approach the effects of the politics of dividends in the value of the company exist, however, such studies, used to approach the factors that can affect the politics of dividends simultaneously. The decisive factors of the Politics of dividends considered in this healthy study: the activity Section, the Capacity of generation of profits and the Opportunities of Growth and Investment of the company. For accomplishment of that study, the technique statistics of multiple regressions was used with panel data (Pooled Least Square). When testing which the factors that determine the politics of dividends, only the capacity of generation of profits possesses relationship significant with the dividends. While, in the test to verify the relationship between Return of the actions and Dividend Yield meets only a relationship significant and positive in the sample that considers the characteristics of the section of activity of the companies. Though, before the found results, they don't meet enough evidences to support the hypotheses formulated in this study, that is to say, that the decisive factors of the politics of dividends exercise influence in the relationship between Dividend Yield and Return of the actions.

LISTA DE TABELAS, FIGURAS E QUADROS

Tabela 1 - Fatores Determinantes da Política de Dividendos 35
Tabela 2 - Distribuição de Dividendos 39
Tabela 3 - Resultados Empíricos – Conteúdo Informacional 47
Tabela 4 - Teste de Multicolinearidade entre as Variáveis Explicativas 58
Tabela 5 - Resultado da Regressão entre Dividend Yield e os Fatores Determinantes dos Dividendos 59
Tabela 6 - Resultado da Regressão entre o Retorno e os Dividends Yield 60
Tabela 7 - Resultado da Regressão entre Dividend Yield e os Fatores Determinantes dos Dividendos na Amostra De Ações ON 61
Tabela 8 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na amostra Com Ações ON 62
Tabela 9 - Resultado da Regressão entre Dividend Yield e os Fatores Determinantes dos Dividendos da Amostra de Ações PN..... 62
Tabela 10 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na amostra com Ações PN 63
Tabela 11 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas com Market Book Mais Altos 65
Tabela 12 - Resultado da Regressão Entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas com Market Book Mais Baixos 65
Tabela 13 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas com Índice Roa Mais Elevados 66
Tabela 14 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas com Índice Roa Mais Elevados 66
Tabela 15 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas de Setores Cíclicos 67
Tabela 16 - Resultado da Regressão entre o Retorno das Ações e Dividend Yield, na Amostra de Empresas de Setores Não Cíclicos 68

Figura 1: Ilustração de Três Teorias de Política de Dividendos..... 30

Figura 2: Matriz de Crescimento / Parcela..... 40

Quadro 1: Hipóteses Estatísticas e Tipos de Erros 57

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO 13
1.2. PROBLEMA DE PESQUISA 16
1.3 OBJETIVOS DE PESQUISA 17
1.4 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES 18
1.5 MÉTODO E CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA 20
1.6 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA..... 21
1.7 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO ESPERADA 22
2 REFERENCIAL TEÓRICO 24
2.1 DIVIDENDOS E ESTRUTURA DE CAPITAL 24
2.2 TEORIAS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS 25
2.2.1 Teoria do Dividendo Residual 25
2.2.2 Teoria de Relevância dos Dividendos 26
2.2.3 Teoria de Irrelevância dos Dividendos 27
2.2.4 Teoria da Preferência Tributária 29
2.3 HIPÓTESE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DOS DIVIDENDOS .. 31
2.3.1 Sinais De Mercado 31
2.3.2 Teoria Da Agência 31
2.3.3 Teoria Da Sinalização 32
2.4 FATORES DETERMINANTES A POLÍTICA DE DIVIDENDOS 34
3 BREVES ASPECTOS SOBRE A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA REFERENTE AOS DIVIDENDOS 41
4 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE O EFEITO DO CONTEÚDO INFORMACIONAL NO VALOR DA EMPRESA 44
5 METODOLOGIA DE PESQUISA, SELEÇÃO E TRATAMENTOS DE DADOS 49
6 RESULTADOS ENCONTRADOS 58
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS 69
8 REFERÊNCIAS 72
ANEXOS - CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DA BOVESPA 77

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A definição de uma política de dividendos é uma das principais decisões financeiras a serem tomadas pelas empresas. Ross (2002) ressalta a importância da decisão de distribuir dividendos pelo fato dessa decisão determinar o montante de fundos que serão pagos aos investidores e os montantes que serão retidos para reinvestimentos. Em outras palavras, a decisão do pagamento dos dividendos deve levar em consideração a forma que maximize o retorno dos acionistas e ao mesmo tempo contribua para a definição da forma de financiamento de futuros investimentos. Além disso, segundo a Teoria da Sinalização, outro efeito que a política de dividendos pode causar é a transmissão de informações relativas à performance atual e futura da empresa.

Em várias décadas, a política de dividendos vem sendo discutida e se constituindo em um dos problemas de finanças empresariais. Os questionamentos são em torno do impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa que, apesar de uma vasta literatura sobre o assunto, continua sem soluções, devido a várias controvérsias (Brealey e Myers, 1998). Diversas teorias e estudos empíricos sobre os possíveis efeitos da política de dividendos no valor da empresa foram elaborados. Dentre as teorias, duas correntes de pensamento são clássicas: a de Relevância e de Irrelevância da Política de dividendos.

A Teoria da Relevância dos dividendos, tendo como precursores Linter (1956) e Gordon (1959), sugerem que os acionistas preferem dividendos correntes e, ainda, que há de fato uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e o valor de mercado da ação. Parte-se da premissa de que os pagamentos de dividendos correntes ("um pássaro na mão") reduzem a incerteza dos investidores e elevam o preço das ações da empresa e que os investidores são avessos ao risco.

Em sentido oposto, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos desenvolvida por Modigliani e Miller (1961), sugere que a política de dividendos não altera as decisões de investimento e financiamento da empresa e nem o retorno ao acionista. Ao assumir que o mercado é perfeito, essa teoria revela que o valor da empresa depende apenas da capacidade de geração de lucros e dos riscos de seus ativos; que ocorre um efeito clientela que leva os acionistas a receberem os dividendos que eles próprios esperam; e que, existe um conteúdo informacional que revela as expectativas dos administradores, caso os dividendos venham a afetar o valor da empresa. A Teoria do Conteúdo Informacional (Teoria da Sinalização) determina que, um aumento nos dividendos representaria um sinal positivo que elevaria o preço das ações. Ao passo que, a redução ou corte nos dividendos representaria um sinal negativo que levaria a redução nos preços das ações.

Apesar das realizações de vários estudos empíricos com vistas a validar ou refutar as teorias de Relevância e Irrelevância dos dividendos, nenhum deles conseguiu prover evidencias conclusivas. Como exemplo, estudos empíricos como os de Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1980, 1982) sugerem que existe relação entre os retornos esperados e os dividendos, como afirma a teoria de Relevância

dos Dividendos. Enquanto que, pesquisadores como Black & Scholes (1974) e Megliorini (1998) não encontraram nenhuma relação significativa entre os retornos e os dividendos.

A política de dividendos pode ser afetada por diversos fatores e dentre eles: a oportunidade de crescimento e investimento da empresa, pois com seu aumento, empresa demandaria mais recursos e estaria mais propensa a reter o pagamento de dividendos. O setor de atividade, pois, dependendo da característica setorial da empresa haveria uma determinada necessidade de recursos que poderia afetar a política de dividendos (PROCIANOY, 2003). Além disso, outro fator que poderia afetar a política de dividendos seria a capacidade de geração de lucros da empresa, pois, empresas mais lucrativas tenderiam a pagar mais dividendos (MYERS, 1984).

No entanto, a maior parte dos estudos empíricos até então realizados não se preocuparam em testar a relação entre dividendos e o valor da empresa abordando em conjunto os fatores determinantes da política de dividendos. Exceto em alguns casos de estudos que abordaram o efeito da tributação na política de dividendos, que também é considerado um fator determinante, como exemplo de Breman (1970) e Correia Amaral (2002). E, de acordo com Teorias como a da Relevância dos dividendos e da Sinalização (cada qual com suas particularidades), se a política de dividendos pode afetar o valor da empresa então essa relação poderá ser influenciada pelos fatores que determinam o pagamento dos dividendos. Dessa forma, seguindo essa mesma linha de raciocínio, o presente estudo objetiva verificar a relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa considerando também os fatores determinantes da política de dividendos.

Essa análise é realizada através da investigação da relação entre Dividend Yield e o Retorno das Ações. Pois, segundo KEOWN et al. (1996), numa análise fundamentalista em que se testa a relação entre o pagamento de dividendos e a cotação das ações, realiza-se uma comparação entre o retorno em dividendos (Dividend Yeld) e o Retorno das Ações. E, como uma das delimitações do trabalho, os fatores determinantes da Política de dividendos utilizados são: o Setor de atividade, as Oportunidades de Crescimento e Investimento da empresa e a Capacidade de geração de lucros.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante do exposto, baseando-se na Teoria da Sinalização e conforme às controvérsias dos estudos empíricos que abordam os efeitos da política de dividendos no valor da empresa, e aliado a isso, levando em consideração que a política de dividendos possa ser afetada por fatores determinantes como: o Setor de atividade, a capacidade de geração de lucros e as oportunidades de crescimento e investimento da empresa, levantam-se as seguintes questões gerais e específicas de pesquisa:

1.2.1 Questão Geral (Q_G)

Os fatores determinantes da política de dividendos causam alguma influência na relação entre Dividends Yield e os Retornos das Ações?

1.2.2 Questões Específicas (Q_E)

Q_1 : Os Dividends Yield estão relacionados com os possíveis Fatores Determinantes dos Dividendos?

Q_2 : Qual a relação entre o Retorno das Ações e Dividend Yield?

Q_3 : Qual a relação entre os Retornos das Ações e Dividend Yield ao se considerarem os Fatores Determinantes da Política de Dividendos?

1.3 OBJETIVOS DE PESQUISA

1.3.1 Objetivo Geral (O_G)

Em linhas gerais, o estudo tem como objetivo investigar a relação entre os Dividends Yield e o Retorno das Ações considerando fatores determinantes da política de dividendos.

1.3.2 Objetivos Específicos (O_G)

O_{G1} : Verificar se os Dividends Yield estão relacionados com os possíveis Fatores que Determinam a Política de Dividendos.

O_2 : Verificar qual é a relação entre os Retornos das Ações e os Dividends Yield.

O_3 : Verificar qual é a relação entre os Retornos das Ações e os Dividends Yield, ao serem considerados os Fatores Determinantes da Política de Dividendos.

1.4 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

De acordo com a Hipótese de Conteúdo Informacional (Modigliane e Miller, 1961), aumentos nos dividendos resultariam em aumentos nos preços das ações enquanto que, uma redução nos dividendos levaria uma queda nos preços das ações. Além disso, autores como Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1980, 1982) constataram a existência de relação positiva e significativa entre os retornos esperados e os dividendos. Assim sendo, a hipótese do presente estudo é de que os dividendos estariam relacionados com os possíveis fatores que os determinam e, além disso, que existe uma relação entre os retornos e os dividendos e que tal relação pode ser influenciada ao se considerar os fatores determinantes da política de dividendos.

E com relação influência dos fatores determinantes da política de dividendos, através dos estudos empíricos de autores como Megliorini (1998) , Silva e Brito (2004) e Procianoy (2003), infere-se que tais fatores interferem na relação entre Dividend Yield e Retorno ao Acionista. Essa influência ocorre da seguinte forma:

- Capacidade de geração de lucros: espera-se uma contribuição positiva na relação entre Dividend Yield e Retorno das Ações. Silva e Brito (2004) confirmam que a lucratividade é um fator importante que contribui para o pagamento de dividendos. As empresas mais lucrativas remuneram os acionistas com uma parcela maior dos dividendos;
- Oportunidade de Crescimento e investimento: espera-se uma contribuição negativa na relação entre Dividend Yield e o Retorno das Ações. Pois, de acordo com Procianoy (2003) empresas que em crescimento e com novos investimentos tenderiam a reter o pagamento de dividendos por necessitarem de maiores recursos financeiros;
- Setor de atividade: Segundo Procianoy (2003) e Megliorini (1998) setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Assim sendo, considerando a sensibilidade às circunstâncias do mercado, setores de consumo cíclicos[1] tenderiam a reter uma parcela maior dos lucros comparado a setores de consumo não cíclicos. Espera-se que essa característica influencie na relação entre Dividend Yield e Retorno das Ações, positivamente para os setores não cíclicos e negativamente para os setores cíclicos.

Conforme as justificativas mencionadas logo acima, as Hipóteses Geral e específicas formuladas neste estudo são:

[1] Os Setores de consumo cíclicos e Não Cíclicos, citados nesse estudo, são baseados na classificação setorial da BOVESPA (ver o Anexo deste estudo).

1.4.1 Hipótese Geral (H_G)

Os fatores determinantes da política de dividendos causam influência na relação entre Dividend Yield e o Retorno das Ações.

1.4.2 Hipóteses Secundárias

H_1 : Os Dividends Yield estão relacionados com os possíveis Fatores que Determinam os Dividendos.

H_2 : Existe relação entre os Retornos das Ações e os Dividends Yield.

H_3 : A relação entre os Retornos das Ações e os Dividends Yield é influenciada pelos Fatores Determinantes da Política de Dividendos.

1.5 MÉTODO E CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA

A fim de investigar a relação entre o Dividend Yield e o Retorno das Ações, considerando fatores determinantes da política de dividendos, o método de pesquisa a ser empregado é o método indutivo. Este método propõe que a base fundamental do conhecimento é a experiência e sendo assim não leva em conta princípios estabelecidos. Nesse raciocínio indutivo a generalização é derivada de observações

de casos da realidade concreta, ou seja, as constatações particulares levam a elaboração de generalizações (LAKATOS MARCONI, 1993; GIL, 1999).

Do ponto de vista de seus objetivos a pesquisa pode ser classificada como pesquisa Descritiva. Visto que, o estudo destina-se a verificar a relação entre as variáveis Dividend Yield e do Retorno das Ações sob aspectos dos determinantes da política de dividendos. Pois, de acordo com Gil (1991), a pesquisa descritiva procura descrever as características de uma determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis envolvendo técnicas padronizadas de coleta de dados. Normalmente adquire a forma de levantamento.

Do ponto de vista de vista dos procedimentos técnicos a pesquisa será classificada em: Pesquisa Bibliográfica, Documental e Expost – Facto (quando o experimento se realiza depois dos fatos).

1.6 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

Sob o aspecto temporal, com vistas a verificar a relação entre Dividend Yield entre os Retornos das Ações abordando os fatores determinantes da política de dividendos, a amostra é representada por empresas com ações negociadas na BOVESPA e o período analisado compreende os anos de 1998 a 2003.

E com relação aos aspectos determinantes da Política de dividendos, o estudo se restringe apenas aos fatores: Setor de atividade da empresa

(Característica Setorial), a capacidade de geração de lucros e ainda, as oportunidades de crescimento e investimento da empresa.

Os setores foram selecionados conforme a suas características que no caso se refere à sensibilidade às circunstâncias de mercado, de acordo com os critérios de classificação setorial da BOVESPA, setores cíclicos e não cíclicos.

1.7 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO ESPERADA

O assunto Efeito da Política de dividendos no valor da empresa é bastante controverso. Diversos estudos empíricos foram realizados, porém, sem obter evidências conclusivas de que o valor da empresa é ou não afetado pela política de dividendos. De acordo com o Ross (2002, p. 413), "não é possível formular estratégias ótimas de investimentos com facilidade para os investidores em meio a tal confusão". E esse, é um assunto de interesse de vários usuários, como afirma Bueno (2000):

> A possibilidade de se investir em ações com base em estratégias de dividendos é de interesse não apenas acadêmico, mas também profissional. Além de constituírem objeto de estudo de Finanças, Contabilidade e Controladoria, Economia e Direito, fazem parte do interesse de profissionais como os administradores de carteiras, os investidores institucionais, os analistas de investimentos, órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado de capitais, etc. (BUENO 2000, p. 10).

E, considerando que a política de dividendos pode afetar o valor da empresa, como afirmam as Teorias da Relevância e a Hipótese do Conteúdo Informacional dos Dividendos, infere-se que esse fato poderá ser influenciado pelos fatores que determinam o pagamento dos dividendos. Fatores estes, tais como: o Setor de

atividade, as Oportunidades de Crescimento e Investimento da empresa e a Capacidade de geração de lucros.

Todavia, não se encontram na maior parte da literatura estudos empíricos que combinam a relação entre Dividend Yield e o Retorno com os aspectos que determinam a política de dividendos, exceto aqueles que tratam do efeito da tributação na política de dividendos como os de Breman (1970) e Correia e Amaral (2002) dentre outros.

Assim sendo, através dessa investigação, o presente estudo espera contribuir para a ampliação dos conhecimentos acerca do assunto efeito da política de dividendos no valor da empresa e também oferecer subsídios para futuras pesquisas.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DIVIDENDOS E ESTRUTURA DE CAPITAL

A Estrutura de Capital corresponde a uma combinação de fontes com vistas a maximizar a riqueza da empresa, sendo uma mistura de financiamento com dívida e capital próprio, e os preços das ações (BRIGHMAN, GAPENSKI, e EHRHARDT (2001)). Para isso é necessário escolher a combinação de fontes que proporcione a maior quantidade de recursos ao custo mais baixo possível, que representaria uma estrutura ótima de capital.

De acordo com Brealey e Myers (1998, p. 371) “As decisões de uma empresa sobre os dividendos misturam-se freqüentemente com outras decisões de financiamento e de investimento.” Segundo tais autores, algumas empresas pagam baixos dividendos devido ao otimismo da administração quanto ao seu futuro e, devido à retenção dos lucros para a sua expansão. Assim sendo, os dividendos são considerados como um subproduto da decisão de investimento da empresa. Os dividendos também seriam um subproduto da decisão de endividamento da empresa. Pois, ainda segundo aqueles autores, isso seria possível caso a empresa optasse por financiar de forma ampla as suas despesas de investimentos através dos recursos de endividamento, o que liberaria disponibilidades para a distribuição dos dividendos.

2.2 TEORIAS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

2.2.1 Teoria do Dividendo Residual

Essa escola de pensamento propõe que os dividendos pagos pela firma sejam considerados como resíduos, ou seja, o montante que tenha sobrado após terem sido empreendidas todas as oportunidades aceitáveis de investimentos. E a decisão de dividendos é tratada de acordo com três etapas:

1º) É feita a manutenção da estrutura ótima de endividamento no financiamento de investimentos futuros;

2º) Os investimentos cujos retornos sejam superiores ao custo de capital são aprovados;

3º) A distribuição de dividendos só será feita se após a realização dos investimentos sobrarem fundos. A retenção justifica-se, pois a maximização da riqueza ao acionista está sendo observada.

A abordagem dessa teoria é sustentada pelo fato de que, uma administração competente deve se certificar que a empresa possui recursos para competir satisfatoriamente no mercado e conseqüentemente elevar o valor de suas ações. E os investidores, preferem que a empresa retenha os lucros ao pagamento de dividendos desde que se beneficiem com essa decisão. Gitman (1997, p. 515) cita que essa visão: “sugere que a taxa exigida de retorno dos investidores, *ks,* não é

influenciada pela política de dividendos da empresa – premissa essa que sugere, por sua vez, que a política de dividendos é irrelevante".

2.2.2 Teoria de Relevância dos Dividendos

Essa teoria, de visão tradicional, é sustentada pelo argumento básico atribuída aos autores Linter (1956) e Gordon (1959) que afirmam que o preço de mercado das ações de uma empresa é diretamente proporcional ao aumento da distribuição dos dividendos. E, em sentido oposto, o preço das ações é inversamente proporcional à taxa de retorno requerida pelos proprietários. Dessa forma, os investidores tenderiam a valorizar, mais, aquelas ações de empresas que distribuíssem os seus resultados.

A proposição fundamental dessa teoria é o argumento do "Pássaro na Mão" que sugere que os investidores são avessos ao risco e preferem dividendos correntes a dividendos futuros ou ganhos de capital (pois, mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto). Acredita-se que os pagamentos de dividendos correntes reduzam a incerteza dos investidores, elevando conseqüentemente o preço das ações. De outra forma, se os dividendos forem reduzidos ou não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria, assim como o retorno exigido, tendo como conseqüência à queda no preço das ações.

2.2.3 Teoria de Irrelevância dos Dividendos

Em posição contrária à Teoria de Relevância dos Dividendos, a teoria de Irrelevância, desenvolvida por Modigliani e Miller (1961), sugere que em um mercado perfeito (onde não exista impostos, custo de transação e incertezas) a política de dividendos escolhida pela empresa não é capaz de afetar o preço das ações e nem o retorno aos acionistas.

O ponto central do argumento dos autores está na independência entre as decisões de investimentos e a política de dividendos, sustentando que a empresa recorreria ao financiamento caso os dividendos aliados aos desembolsos de capital exigissem recursos que fossem superiores aos gerados pelas operações. E isso, não afetaria o valor da ação, pois este dependeria somente da distribuição de fluxos de caixa futuros proporcionados pelas decisões de investimentos. Assim sendo, a empresa poderia pagar qualquer nível de dividendos sem afetar o valor de seus investimentos. Para explicar a irrelevância dos dividendos, Modigliani e Miller(M & M) definem as seguintes premissas:

I) O valor da empresa depende somente da *Capacidade de geração de lucros e dos Riscos de seus ativos*,

II) Caso os dividendos afetem o valor da empresa, isso ocorre apenas devido ao *Conteúdo Informacional (Sinalização)* que revela as expectativas dos administradores das empresas. Pois, não seria a preferência dos acionistas

correntes que levaria a acréscimos nos preços das ações e sim a expectativa de ganhos futuros, esperada a partir da retenção de lucros.

III) Ocorre um *Efeito Clientela,* que leva os acionistas a receberem os dividendos que eles próprios esperam. Pois, investidores que preferissem investimentos estáveis e previsíveis como fonte de renda, deteriam de ações que pagassem o mesmo montante a títulos de dividendos a cada período. Enquanto que, aqueles investidores que preferissem ganhos de capital seriam atraídos preferencialmente por empresas em fase de crescimento que reinvestissem uma grande parcela de seus lucros e, portanto, revelassem um padrão instável no pagamento dos dividendos.

Todas essas premissas estão sob inúmeras suposições restritivas, baseadas na Hipótese de Mercado Eficiente (HME) que prevê o seguinte, conforme Assaf Neto (2003):

a) Os participantes do mercado não são capazes de influenciar sozinho os preços de negociação;

b) Os investidores são racionais e decidem sobre alternativas que promovam o maior retorno possível para determinado nível de risco. E, suas expectativas são homogêneas;

c) Todas as informações estão disponíveis aos participantes do mercado de maneira instantânea e gratuita. E nenhum investidor possui acesso a informações privilegiadas;

d) Todos os agentes possuem acesso equivalente às fontes de crédito;

e) Os ativos de mercado são perfeitamente divisíveis e negociados sem restrições.

Além disso, na HME os preços das ações refletem precisamente o valor verdadeiro baseado no risco e retorno. O retorno exigido está diretamente relacionado ao risco não diversificável, que pode ser medido pelo beta do modelo CAPM (Modelo de formação de preços de ativos de capital). Esse modelo prevê que qualquer medida que aumente o risco contribui para redução do valor da ação e vice-versa. De acordo com Damodaran (2002), o beta de uma empresa, ou seja, o índice que mede o grau de retorno de um ativo comparado ao retorno de mercado, é determinado por três variáveis: o tipo de atividades em que a empresa opera, o grau de alavancagem operacional e a alavancagem financeira.

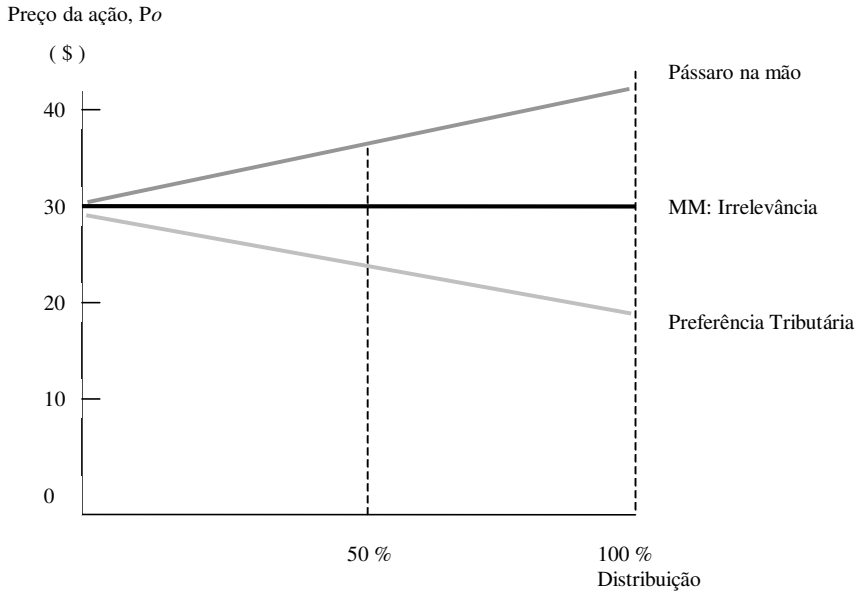
2.2.4 Teoria da Preferência Tributária

Essa teoria destina-se a explicar o efeito da tributação diferenciada sobre a política de dividendos. Argumenta-se que havendo taxação de impostos sobre os ganhos de capital e os dividendos, de forma diferenciada, os acionistas tenderiam a escolher a opção que lhe trouxesse menos encargos tributários. “Os Indivíduos situados em faixa de imposto de renda elevado tendem a preferir o recebimento de dividendos baixos, ou nenhum” (ROSS, 2002, p. 416).

Breman (1970), estudou o efeito da tributação diferenciada sobre a política de dividendos, estabelecendo uma relação linear e positiva entre o excesso de retorno antes dos impostos e as variáveis de risco sistemático (beta) e rendimento em dividendos (dividend Yeld). Esse autor concluiu que, em um dado nível de risco, os

investidores exigem um retorno maior sobre aqueles ativos que demonstram uma perspectiva de elevados pagamentos de dividendos, devido à desvantagem fiscal. E como conseqüência, quanto maior o rendimento em dividendos da ação, menor é seu preço. Essa Teoria diverge da Teoria de M & M, que desconsidera a questão dos impostos e apresenta o argumento do efeito clientela. De acordo com Correia e Amaral (2002, p. 2), no Brasil "[...] os dividendos distribuídos após 1996 tornaram-se livres do pagamento de imposto de renda.".

A ilustração logo abaixo representa três teorias alternativas de política de dividendos: Teoria da Relevância dos dividendos (Pássaro na mão), Teoria da Irrelevância dos dividendos e Teoria da preferência tributária.



Fonte: BRIGHMAN, Eugene F; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C., p. 639.
Fig. 1 – ILUSTRAÇÃO DE TRÊS TEORIAS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS.

A Figura 1, demonstra como o preço da ação reagiria à política de dividendos de acordo com cada uma das teorias mencionadas anteriormente.

2.3 HIPÓTESE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DOS DIVIDENDOS

2.3.1 Sinais de Mercado

De acordo com Porter (1986) Sinais de mercado são meios indiretos de comunicação. E essa comunicação pode ocorrer a fim de impulsionar a cotação das ações ou de melhorar a reputação da empresa. O autor adverte que:

> Esta prática comum significa que muitas vezes as empresas têm motivos ligados ao público para apresentar a sua situação da melhor forma possível. Anúncios deste caráter podem causar problemas enviando aos concorrentes sinais incorretos (PORTER, 1986, p. 89).

Para se decifrar os sinais com maior exatidão, Porter (1986) recomenda o estudo das relações históricas entre o que a empresa anunciou fazer e seus movimentos, ou entre outros tipos de sinais potenciais e os resultados subseqüentes. O autor também afirma que os sinais de mercado podem acrescentar bastante ao conhecimento da empresa sobre os seus concorrentes.

2.3.2 Teoria da Agência

Essa teoria desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), diz respeito ao conflito de agência que ocorre quando os agentes que são ligados empresa entram em conflito de interesse com o proprietário ou acionistas. Isso ocorre, por exemplo, quando os acionistas desejam maximizar o valor da empresa enquanto os administradores visam maximizar os seus rendimentos realizando com isso o máximo de gastos com os recursos da empresa.

Nesse contexto, os dividendos representariam uma fonte de conflitos na medida em que os administradores relutassem em distribuir os resultados através da realização de investimentos para o crescimento da empresa. Em tal caso os administradores evitariam recorrer ao capital de terceiros; enquanto que, os acionistas desejariam uma distribuição maior de dividendos devido à incerteza sobre a rentabilidade desses investimentos.

De acordo com La Porta (2000), em um mundo com grande assimetria de informações entre gestores e acionistas, os dividendos podem representar um importante papel, pois, ao distribuí-los os gestores devolvem os ganhos para os investidores. E, como conseqüência, os administradores não seriam capazes de usar esses ganhos para benefício próprio. Dessa forma, o pagamento de dividendos poderia sinalizar ao mercado uma boa situação financeira e perspectivas futuras da empresa. Esta seria uma forma dos acionistas controlarem os administradores, pois, necessitando de capital de terceiros eles agiriam de acordo com o interesse dos acionistas.

2.3.3 Teoria da Sinalização

O estudo do Conteúdo Informacional, citado por Modigliani e Miller (1961), foi destacado por Ross(1977) ao considerar perguntas como: O que os administradores querem dizer quando mudam a política de dividendos? Será que aumentos nos dividendos significam que a empresa está convencida que no futuro a capacidade de pagamento de dividendos se elevará?.

Como citação, outros autores, como Bhattacharya (1978), John e Willians (1985) e Miller e Rock (1985), também propuseram o modelo de sinalização dos dividendos, incorporando o incentivo dos administradores a transmitir informações através dos dividendos.

O aumento da cotação da ação devido ao sinal dado pelos dividendos é denominado de efeito de conteúdo informacional do dividendo. A idéia da teoria de sinalização é a de que as empresas podem utilizar a política de dividendos para transmitir ao mercado informações sobre rentabilidade futura. Sugere-se então, que empresas que pagam dividendos, principalmente as que os aumentam, são empresas subavaliadas pelo mercado e utilizam-se deste instrumento para transmitir essa boa notícia (sinal positivo) de que lucros maiores são esperados no futuro. E, em contrapartida, um corte nos dividendos simbolizaria uma má notícia (sinal negativo), pois, o não pagamento de dividendos geraria incertezas sobre o futuro sucesso da empresa (Gitman, 1997).

Em condições de assimetria de informações, as mudanças na política de dividendos podem afetar o valor das ações. Pois, de acordo com Iudícibus e Lopes (2004, p. 172):

> Nas empresas reais, com seus vários níveis hierárquicos e milhares de empregados, a assimetria informacional é um fato. Os acionistas estão em desvantagem informacional em relação aos altos executivos das empresas, que por sua vez não possuem o mesmo nível informacional dos subordinados.

Diante deste contexto, a política de dividendos pode ser um importante instrumento de comunicação.

Segundo M & M (1959, 1961), o conteúdo informacional não contradiz a Teoria da Irrelevância, desde que se possa assumir a reversibilidade dos preços, quando os investidores perceberem que se trata somente de alteração no nível de distribuição.

2.4 FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

De acordo com diversos autores, a política de dividendo pode ser a afetada por vários fatores. De acordo com Gitman (1997) esses fatores podem ser:

a) Restrições legais: como a imposição do governo em limitar a distribuição de lucros com base nos lucros atuais e passados;
b) Restrições Contratuais: a capacidade de distribuição de dividendos ser restrita por cláusulas contratuais de fornecedores de fundos;
c) Restrições Internas: restrição pelo montante de caixa excedente à disposição da empresa;
d) Considerações dos Proprietários: diz respeito ao status dos proprietários quanto ao pagamento de impostos, às oportunidades de investimentos dos proprietários e a diluição potencial da propriedade;
e) Considerações de Mercado: diz respeito à forma de pagamento dos dividendos (se fixo ou crescente ou contínuo) e ao conteúdo informacional.

A inflação também seria um fator restritivo de distribuição de dividendos. Pois, conforme Assaf Neto (2003), em épocas de inflação, a retenção de lucros pode se constituir na forma mais rápida de financiamento, e ainda, representar a principal

fonte de captação de recursos. Pois, a grande necessidade de investimentos circulantes e os elevados custos dos recursos de terceiros, decorrente do período inflacionário incentivariam uma menor distribuição de dividendos.

Procianoy (2003) buscou identificar empiricamente alguns aspectos determinantes que possam afetar a Política de dividendos. A Tabela1, logo abaixo, resume os fatores determinantes e o seu efeito esperado nos dividendos:

TABELA 1
FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Aspectos Teóricos	Proxy	Representação	Relação Esperada
Política de Proventos	Proventos em dinheiro no ano	Métrica	Variável Dependente
Lucros/Prejuízos	Lucro/Prejuízo Líquido (LL)	Métrica	Positiva
	Lucro ou Prejuízo (DULL)	**Dummy**	***Lucros - Positiva*** Prejuízos - Negativa
Estabilidade da Política de Proventos	Proventos em dinheiro Ano Anterior (PROVANT)	Métrica	Positiva
Tributação	Alíquota de IR sobre dividendos maior que sobre Ganhos de Capital (DIGC)	*Dummy*	Positva
Inflação	IGPM (IGPM)	Métrica	Negativa
Endividamento	Dívidas / Patrimônio Líquido (DIPL)	Métrica	Negativa
Crescimento / Investimento	Valor de Mercado / Valor Patrim. da Ação (MKT)	Métrica	Negativa
Tamanho da Empresa	Receita Bruta (REBR)	Métrica	Positiva
Setor	Setor (SETOR)	Dummy	-

Fonte: PROCIANOY (2003, p. 5)

Ressaltam-se os fatores determinantes: Crescimento / Investimento e Setor de Atividade, mencionadas por Procianoy (2003), por se constituírem variáveis explicativas no presente estudo.

a) Crescimento / Investimentos: A relação negativa com a política de dividendo explica-se, pois, empresas em crescimento e com novos investimentos a realizar, necessitam de maiores recursos financeiros com isso, e esta questão estaria concorrendo para o pagamento de dividendos aos acionistas.

b) Setor de Atividade: pode influenciar a política de dividendos, pois, setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e seu capital de giro. Assim sendo, setores com maior necessidade de recursos, novos investimentos e ciclos de giro com sazonalidades poderão utilizar os lucros gerados para realizar o financiamento necessário.

Megliorini (1998), corroborando com Procianoy (2003), afirma que a distribuição de dividendos, dentre outros fatores, pode ser afetada pelo nível de Atividade Econômica e pelo setor de atividade da empresa da seguinte forma:

a) Nível de Atividade Econômica: Em épocas de expansão, as oportunidades de investimentos induziriam as empresas a usar todos os fundos à disposição, o que tornaria restrita a distribuição de dividendos. Enquanto que, em épocas de recessão ocorreria o contrário.

b) Característica Setorial: empresas que atuam em setores sazonais ou que possuem alta volatilidade de resultados, ou ainda, nas quais as projeções indiquem para uma queda futura nos lucros, costuma apresentar uma tendência maior a retenção de uma parcela adicional dos lucros presentes.

Em se tratando das características dos setores, Ross (2002) destaca o comportamento cíclico e não cíclico das empresas. Segundo o autor, existem empresas que produzem um bom desempenho na fase de expansão do ciclo econômico e possui um mau desempenho na fase de contração:

> As evidências empíricas indicam que o desempenho das empresas de tecnologia avançada, comércio varejista e da industria automobilística tende a flutuar com o ciclo econômico. Em empresas de setores tais como serviços de utilidade pública, transporte ferroviário, alimentos e transporte aéreo dependem menos do comportamento da atividade econômica. (2002, p. 264).

Ainda com relação ao comportamento dos setores, Damodaran (2002) afirma que setores classificados como cíclicos, possuem tendência a apresentar beta (risco de mercado) mais alto do que empresas com comportamento não cíclico, pois estas últimas possuem uma tendência a apresentar betas mais baixos. Esse autor cita o seguinte:

> Para ilustrar, empresas dedicadas a habitação e automóveis, dois setores altamente sensíveis às condições econômicas, terão betas mais elevados do que os das empresas que operam em processamento de alimentos e em tabaco, que são relativamente insensíveis aos ciclos de negócios. DAMODARAN (2002, p. 72-73)

Damodaran (2002) também associa a questão do risco de mercado com as oportunidades de crescimento da empresa, da seguinte forma:

> Se uma parcela significativa do valor da empresa decorre de seu crescimento futuro previsto, seria de se esperar que ela tenha um beta mais elevado do que outra cujo valor venha, em sua maior parte, de ativos existentes (DAMODARAN, 2002, p. 73).

Como mencionado anteriormente, empresas com grandes oportunidades de crescimento tenderiam a reter mais os seus lucros, o que poderia afetar a política de dividendos. Nesse sentido, no que diz respeito as oportunidade de crescimento e

investimento das empresas, ainda com relação à característica setorial, Brighman, Gapenski, e Ehrhardt (2001) consideram que quando uma política de dividendos é estabelecida deve-se considerar que uma única política de dividendos não é aplicável globalmente.

Existem empresas que geram muito caixa, porém possuem oportunidades de investimento limitadas. É o que ocorre com empresas de setores lucrativos e maduros nos quais existem poucas oportunidades de crescimento. Normalmente, essas empresas distribuem grande parte do seu caixa ao acionista, com isso, atraem investimentos de clientela que preferem altos dividendos.

Também existem outras empresas, que ao contrário, geram pouco ou nenhum caixa excedente, mas possuem ótimas oportunidades de investimentos. É o que freqüentemente ocorre com empresas em rápido crescimento. Essas empresas, normalmente, distribuem pouco ou nenhum caixa, porém usufruem o aumento dos lucros e preços das ações, com isso atraem investidores que preferem ganhos de capital.

Em se tratando de lucratividade, Myers (1984) afirma que os dividendos seriam pagos por empresas que fossem mais lucrativas. Conseqüentemente, empresas com grande volatilidade nos seus lucros, tenderiam a pagar dividendos menores, pois possuiriam mais chances de efetuarem financiamento externo ou de variar o nível de distribuição de dividendos quando os lucros fossem mais baixos. Estudos empíricos realizados no Brasil, como o de Silva e Brito (2004) confirmam a previsão da teoria de Myers (1984), ou seja, que a lucratividade é o fator de maior

importância para o pagamento dos dividendos. As empresas mais lucrativas remuneram os acionistas com uma parcela maior dos dividendos.

Na TABELA 2 abaixo, encontra-se a relação entre o setor de atividade da empresa e o nível de distribuição de dividendos. Onde se observa que a distribuição e os rendimentos de dividendos das grandes empresas estão variando consideravelmente no ano de 1997.

TABELA 2
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

EMPRESA	SETOR	DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	RENDIMENTO DE DIVIDENDOS
I. Empresas que pagam Altos Dividendos			
Orange & Rockland	Serviços Públicos	81.0%	7,3%
RJR Nabisco Holdings	Fumo/Alimentação	80,0	5,7
H. J. Heinz	Proc. de alimentos	63,0	3,1
Bankers trust NY	Bancário	62,0	5,3
Philip Morris	Prod. de consumo	55,0	4,5
Melton Bank	Bancario	48,0	4,0
II Empresas que pagam baixos dividendos ou nenhum			
MacDonald´s	Rest. Fast –food	15,0%	0,6%
Intel	Semicondutores	3,0	0,2
Compaq Computer	Computadores	0,0	0,0
Apple Computer	Computadores	0,0	0,0
Microsoft	Computadores/software	0,0	0,0
Helth Management Association	Seguro de saúde	0,0	0,0

Fonte: adaptação BRIGHMAN, GAPENSKI, e EHRHARDT(2001, p. 645).

BRIGHMAN, GAPENSKI, e EHRHARDT (2001) explicam através da Tabela 2, que em geral, as empresas de setores estáveis, geradores de caixa, tais como os de serviços de utilidade pública, serviços financeiros e de fumo, costumam pagar dividendos relativamente altos, enquanto que empresas de setores de rápido crescimento assim como as de computadores e TV a cabo tendem a pagar dividendos mais baixos.

Porter (1986) também descreve o comportamento das indústrias, fazendo uma relação da geração de caixa com a taxa de crescimento da indústria através da matriz de Crescimento / Parcela. A FIGURA 2, logo abaixo, ilustra a Matriz de Crescimento / Parcela.

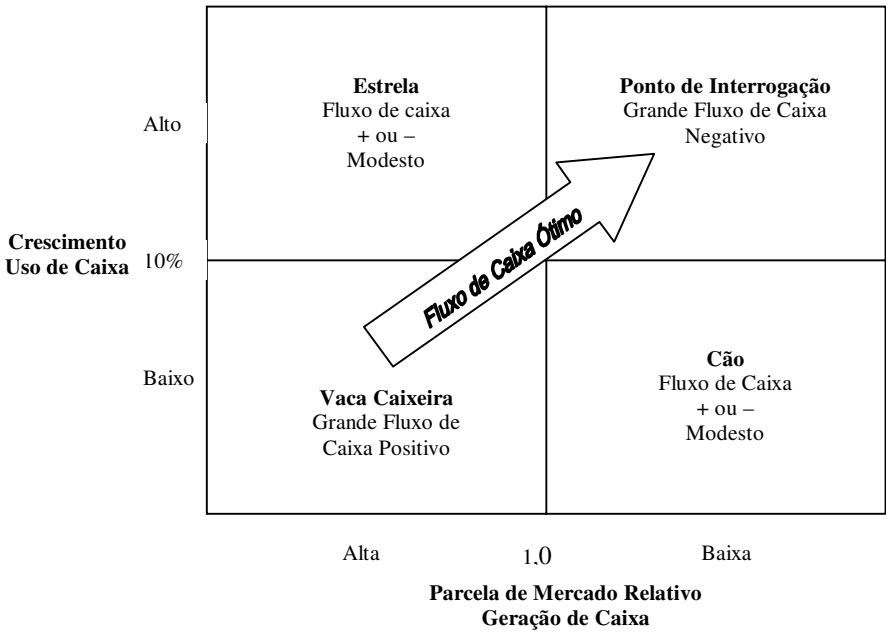


FIGURA 2 – Matriz de Crescimento / Parcela.
Fonte: adaptação de Porter(1986, p. 330).

Capítulo 3

3 BREVES ASPECTOS SOBRE A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA REFERENTE AOS DIVIDENDOS

Atualmente a legislação referente à distribuição de Dividendos encontra-se, essencialmente, na Lei nº 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e na Lei nº 10.303 de 2001, que altera o dispositivo da Lei nº 6.404. E empresas com ações ou debêntures negociados nas bolsas de valores ou no mercado de balcão são submetidas também a algumas determinações específicas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Existem basicamente dois tipos de ações: as ordinárias e as preferenciais. As ações ordinárias conferem aos seus titulares o direito de voto em Assembléias Gerais dos acionistas e participação nos lucros da sociedade através do recebimento dos dividendos. Cada ação ordinária equivale a um voto. Os direitos dos acionistas de ações ordinárias são:

> Os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do Conselho fiscal da Companhia; decidir sobre o destino dos lucros; reformar o estatuto social; autorizar emissões de debêntures e aumentos de capital; votar contas patrimoniais, etc. (ASSAF NETO, 2003, p. 222)

As ações preferenciais não conferem ao seu titular o direito de voto, no entanto, conferem certas preferências como: a prioridade no recebimento de dividendos, normalmente um percentual mais elevado que o valor das ações

ordinárias, e , a preferência no reembolso de capital no caso de dissolução da sociedade.

A alteração na Lei das S.A, buscou oferecer uma maior proteção aos acionistas, conforme Silva (2002, p. 23):

> A redação original da Lei 6.404/76 deixava claro o predomínio dos interesses dos grandes acionistas, controladores e a diminuição dos direitos de deliberação dos acionistas minoritários. Os controladores poderiam utilizar até o limite máximo de emissão de ações preferenciais (2/3) com a finalidade de manter a maioria do capital votante

Dentre as principais alterações na reforma da Lei das Sociedades Anônimas está a composição da proporção de ações ordinárias e Preferenciais de 2/3 de participação de ações preferenciais para 50/50. Porém, a nova proporção só é obrigatória apenas para as empresas fechadas que revolverem abrir o seu capital e para novas companhias abertas. Enquanto que as empresas abertas poderão manter a composição atual do capital, inclusive em novas ações.

De acordo com a Legislação Societária Brasileira, as ações preferenciais possuem direito à preferência a um dividendo mínimo ou a um dividendo fixo, podendo ser cumulativo ou não. O Dividendo preferencial fixo é estabelecido como uma porcentagem do lucro líquido ou capital, ou uma importância determinada. O dividendo preferencial mínimo é um valor que pode ser aumentado a cada ano podendo ser fixado baseado num percentual sobre o valor nominal da ação. No estatuto da sociedade anônima vem definido o dividendo preferencial, se fixo, mínimo, máximo o valor ou porcentagem e demais condições, se cumulativo ou não. (ASSAF NETO, 2003).

A lei das S.A também faz menção do dividendo mínimo obrigatório que é válido não só para os acionistas que possuem preferenciais como também para os acionistas que detenham ações ordinárias. A lei das S.A determina, como dividendo mínimo obrigatório, que quando o estatuto social for omisso e a assembléia de acionistas decidir disciplinar norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado. Exceto na seguinte condição:

> Numa companhia, aberta ou fechada, pode deixar de ser obrigatório o dividendo, caso os órgãos da administração (diretoria e conselho da administração, se houver) informem à assembléia geral ordinária que ele (o dividendo mínimo) é *"incompatível com a situação financeira da companhia"*.(ASSAF NETO, 2003, p. 434).

Ou seja, o dividendo mínimo obrigatório somente poderá ser inferior aos 25% determinado pela lei das S.A se os órgão da administração e os acionistas entrarem em comum acordo.

Capítulo 4

4 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE O EFEITO DO CONTEÚDO INFORMACIONAL NO VALOR DA EMPRESA.

Ross (2002) comenta que, existe uma documentação convincente sobre o Conteúdo Informacional dos dividendos, ou seja, resultados empíricos determinando que o preço da ação de uma empresa normalmente se eleva devido ao aumento nos dividendos correntes. O autor cita um exemplo ocorrido com a empresa Pacific Enterprises, que no primeiro trimestre de 1992, devido aos maus resultados operacionais, resolveu suspender seus dividendos trimestrais regulares. E logo em seguida, como conseqüência, houve a queda no preço das ações. Ross (2002, p. 419) comenta ainda que, "um dos motivos dessa queda tem sido o fato de que os investidores acompanham os dividendos correntes em busca de sinais a respeito dos níveis futuros de lucros e dividendos".

Litzenberger e Ramaswamy (1980), testaram a relação de dependência entre o retorno de equilíbrio dos títulos e as variáveis risco sistemático (beta do modelo CAPM) e rendimentos em dividendos (dividend yield). O intuito era o de examinar o efeito clientela de um investidor guiado por impostos sobre o preço das ações. A variável risco sistemático entrou no modelo, pois, considerou-se que para um dado nível de risco os investidores exigem uma determinada taxa de retorno sobre aqueles ativos que apresentam uma perspectiva de elevados pagamentos de dividendos. Brennan (1970), autor que também realizou esse teste anteriormente, na realidade acaba sugerindo que a adição da variável rendimento em dividendos é um

segundo fator capaz de explicar a taxa de retorno de equilíbrio dos títulos, tornando-se uma forma extensiva do modelo CAPM.

O estudo de Litzenberger e Ramaswamy (1980), concluiu que as ações que não distribuíram dividendos apresentaram um retorno superior em relação as que distribuíam, exceto quando as últimas apresentaram dividend yield extremamente elevados. Além disso, concluíram que, o efeito dos impostos isoladamente não é capaz de explicar que, em média, os retornos das ações que não pagam dividendos excedem àquelas de baixo dividend yield, ou ainda, que as expectativas dos investidores quanto a níveis de risco dos futuros dividendos não antecipa adequadamente os reais níveis de risco.

O modelo utilizado por LITZENBERGER & RAMASWAMY (1979; 1980), proposto por BRENNAN (1970), para identificar o efeito do Dividend Yield sobre o retorno das ações foi baseado na seguinte equação:

$$\mathbf{R_{it} - r_{ft} = \gamma_0 + \gamma_1\beta_{it} + \gamma_2(d_{it} - r_{ft}) + \varepsilon_{it}} \qquad \mathbf{i = 1, 2, 3, ..., n} \quad \mathbf{t = 1, 2, 3, ..., T}$$

Onde:

$\tilde{R}_{it}$ = retorno do título i no período t;

β_{it} = risco sistemático do título i no período t;

d_{it} = rendimento em dividendos do título i no período t;

$\tilde{\varepsilon}_{it}$ = termo de erro $[\tilde{R}_{it} - E(\tilde{R}_{it})]$, ou seja, o desvio do retorno realizado em relação ao valor esperado;

$\gamma_0, \gamma_1, \gamma_2$ = correspondem aos coeficientes da equação.

Miller e Scholes (1982) repetiram os trabalhos de Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980), pois, estavam preocupados em mostrar que aqueles testes feitos anteriormente por estes últimos autores reduziam o diferencial da carga tributária sobre os dividendos e ganhos de capital, e, conseqüentemente, distorciam os resultados das ações que distribuíam ou não os dividendos. Para isso, expurgaram da amostra o conteúdo informacional dos dividendos, através de procedimentos distintos. Encontraram então, um resultado inverso, pois, os efeitos das diferentes alíquotas de impostos sobre dividendos e ganhos de capital não foram, significativamente, positivos.

Miller e Scholes (1982) com isso, afirmaram que o coeficiente positivo e significativo da variável rendimento em dividendos obtidos por Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980), na realidade, reflete o conteúdo informacional do anúncio dos dividendos e não os efeitos dos impostos como foi previsto. Na tabela 1 são verificados outros resultados empíricos acerca do Conteúdo Informacional em âmbito internacional do início da década de 80 até o ano de 2001.

TABELA 3: Resultados empíricos – Conteúdo Informacional

Título do Artigo / Autor(Es)	Data de Publicação	Aceita(A) ou Rejeita (R) a Hipótese de Sinalização
Quartely dividend and earning annoucements and stockholders´returns: an empirical analysis (Aharony e Swany)	1980	A
The impact of initiating dividend payments on shareholders´ wealth (Asquith e Mullins)	1983	A
A survey of management views on dividend policy (Backer, Farrely e Eldman)	1985	A
Taxes and firms´dividend policies: survey results (Abrutyn e Turner)	1990	R
Common stock price effects of security issues conditioned by current earning and dividends announcements (Manoel, Brooks e Shaldler)	1993	A
Are dividend omission truly the cruelest cut off all? (Christie)	1994	R
Do dividends signal earnings? The case of omited dividends (Sant e Cown)	1994	A
Dividend policy and corporate performance (Akhibe e Madura)	1996	A
Reversal of fortune: dividend policy and disappearance of sustained earning growth(De Angelo e Skinner)	1996	R
Do chances in dividends signal the future or the past? (Bernatzi, Miehaely e Thaler)	1997	R
Do firms use dividends to signal large future cash flow increases (Brook et al)	1998	A
Dividend policy and cash-flow uncertainty (Seguin et al)	1998	A
How corporate managers view dividend policy (Baker e Powell)	1999	A
Does dividend policy foretell earnings growth? (Arnott)	2001	A
The determinants of dividends policy: Canadian evidence (Zeng T.)	2001	A

Fonte: LOSS, 2004, pag. 38.

No Brasil, também foram desenvolvidos alguns estudos a fim de verificar se os retornos, maiores ou menores, exigidos pelos investidores estão em função da taxa de distribuição de dividendos:

a) Speranzini (1994): aplicando a metodologia de Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980), conclui que não há indícios do conteúdo informacional em uma carteira teórica IBOVESPA, no período de 1980 a 1989;

b) Bueno (2000): analisando a relação entre dividend yield e as taxas de retorno das ações numa carteira do IBOVESPA, entre o período de 1994 a 1999, conclui que os resultados empíricos são incapazes de concluir que as ações de alto dividend yield tendem a possuir maiores ou menores taxas de retorno do que as ações de baixo ou zero yield. Assim sendo, não foi encontrada uma clara associação entre dividend yield e retorno das ações.

d) Figueiredo (2002): também em seus estudos, não encontra evidencias que suportam a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos em uma amostra de empresas brasileiras no período compreendido entre 1986 e 2000.

c) Novis Neto (2002): porém, encontra evidências de que os dividendos possuem conteúdo informacional em uma amostra de ações negociadas na BOVESPA no período de 1998 a 2000. O autor encontra uma relação direta entre o dividend yield e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento dos dividendos.

d) Correia e Amaral (2002): em uma amostra de ações negociadas na BOVESPA, no período de 1994 a 2000, utilizando a metodologia de Brennan(1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980) concluem que tanto o risco sistemático quanto o rendimento em dividendos são fatores que explicam a rentabilidade no mercado de ações. E, conseqüentemente, que a política de dividendos causa impacto sobre os seus valores de mercado. Também concluem que, o retorno de mercado exigido pelos acionistas para investimentos em ações, em companhias brasileiras no período em que a distribuição dos dividendos não é tributada (de 1994 a 1995), é menor do que quando existe tributação (1996 a 2000).

Capítulo 5

5 METODOLOGIA DE PESQUISA, SELEÇÃO E TRATAMENTOS DE DADOS

Para execução do estudo, foram selecionadas empresas não financeiras com ações negociadas na BOVESPA no período compreendido entre 1998 a 2003.

No primeiro teste, no intuito de averiguar quais aspectos seriam determinantes da política de dividendos; e ainda, para verificar a existência da relação entre os Retornos das ações e os Dividends Yield, foram constituídas 3 amostras. A Primeira amostra é composta por 154 ações de 90 empresas. Essa mesma amostra é subdividida em duas amostras classificadas de acordo com os tipos das ações totalizando uma amostra com 63 ações ordinárias e outra amostra com 91 ações preferenciais.

E, no segundo teste, para verificar a relação entre os retornos das ações e os Dividends Yield, abordando conjuntamente os Fatores determinantes da Política de Dividendos, foram constituídas mais 3 pares de amostras de acordo com cada fator determinante dos dividendos considerados no estudo. Foram criadas 2 sub-amostras para a característica do setor de atividade da empresa: uma amostra para o setor de consumo cíclico e outra amostra para o Setor de consumo não cíclico, totalizando 77 empresas cada uma. Também foram constituídas duas sub-amostras classificadas de acordo com a capacidade de geração de lucros das empresas (ROA): uma amostra para as empresas que possuíam o índice mais elevado e outra

com os índices mais baixos, totalizando 114 empresas cada amostra. Da mesma forma, foram constituídas mais duas sub-amostras classificadas de acordo com um índice de Crescimento / investimento das empresas (Market Book): também uma para as que possuíam maiores índices e outras para que possuíam menores índices, totalizando 96 empresas cada amostra. Todas as ações consideradas possuíam liquidez e todos os dados foram extraídos do Software Economática.

Baseados em vários estudos anteriores, o preço da ação considerado foi o de fechamento com cotações no último dia útil de cada ano, com tolerância de no máximo 90 dias para ações que não foram negociadas naquele dia. Esses dados, coletados em série histórica, foram deflacionados pelo IGP-DI, sendo os preços das ações ajustados por proventos, ou seja, subscrições, bonificações etc, exceto dividendos para não haver dupla contagem no cálculo do Retorno das ações.

Os fatores determinantes da política de dividendos utilizadas na pesquisa, como prevê o seu objetivo, foram os de: Crescimento / investimento, a capacidade de Geração de Lucro, o Setor de Atividade.

Para o Cálculo do Crescimento e Investimento da empresa, foi utilizado como proxy o índice Market Book, de acordo com nos estudos de Procianoy (2003). Esse índice é calculado dividindo-se o índice Valor de Mercado da Ação pelo Valor Patrimonial e descreve quanto os investidores estão dispostos a pagar por uma ação da empresa em relação aos seus valores contábeis .

$$\textit{Market Book} = \frac{Vlr.deMercado}{Vlr.Patrimonial}$$

A capacidade de geração de lucros está representada pelo índice ROA, conforme estudos realizados por Silva e Brito (2004). Esse índice, que mede a relação entre a eficiência global da empresa na geração de lucros com seus ativos disponíveis, é calculado dividindo-se o Lucro Líquido, depois do imposto de renda, pelo ativo total da empresa.

$$\text{ROA} = \frac{LucroLíquido}{AtivoTotal}$$

Segundo Christie (1990) a relação entre retorno total e dividend yield pode ser dirigida por diferenças no risco assim sendo, as empresas selecionadas foram classificadas por setores em relação à sensibilidade às circunstâncias do mercado, ou seja, em cíclicas e não cíclicas. Para isso, tomou por base os critérios de classificação setorial segundo a BOVESPA (ver anexo) que leva em consideração empresas que, embora exerçam atividades diferentes, atuam em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos e serviços relacionados e que tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas.

Com isso, as amostras constituídas pelos setores de consumo cíclico são: Tecido, Vestuário; Calçados e Utilidades Domésticas. E os setores de consumo não cíclicos analisados foram: os de Alimentos, Produtos de uso pessoal e Limpeza e Saúde.

Para o Setor de atividade, foi criado uma Dummy para cada característica do Setor, sendo: 1 para empresas de Setores Não Cíclicos e 0 para setores Cíclicos. O Setor de Atividade da empresa foi considerado pois de acordo com autores como Procianoy (2003) e Megliorini (1998), a política de dividendos seria afetada pela característica setorial da empresa. Setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Setores Cíclicos tenderiam a reter uma parcela maior dos lucros em relação às empresas de setores não cíclicos.

Para o cálculo do Dividend Yield, rendimento em dividendos, foram computados: como a soma os dividendos por ação distribuídos ao longo de cada ano do período para cada um dos títulos, divida por seus respectivos preços de fechamento no final do ano anterior.

$$DY = \frac{Div_{t+1}}{P_t}$$

DY : Dividend Yield

Div_{t+1}: Dividendos pagos no período t

P_t: Preço da ação no período t -1

No cálculo dos Dividends Yield, de todas as amostras, foram computados as ações de empresas que possuíam Payout acima de 25% (o dividendo mínimo obrigatório determinado pela Lei das S.A). Dessa forma, foi considerado apenas, os dividendos que foram pagos além do estipulado pela legislação societária.

Para o cálculo do Retorno das ações foi utilizada a variação do preço da ação dividida pelo preço inicial.

$$Rt = (P_{t+1} - P_t) / P_t$$

Rt : Retorno da ação

P_{t+1} : Preço da ação no período t + 1

P_t : Preço da ação no período t

Com relação à Metodologia Estatística existem três tipos de especificações para modelos em *panel data* em relação à constante da regressão: intercepto comum ou *pooled regression*, efeitos fixos e efeitos aleatórios. O modelo de coeficientes constantes pressupõe que tanto o intercepto quanto às inclinações não variam. O modelo é denominado de *pooled regression*. O modelo de efeitos fixos individuais pressupõe que as inclinações se mantêm, mas que os interceptos são diferentes para cada unidade. Nesse caso, não existem efeitos temporais influenciando a regressão, mas apenas individuais. Estes efeitos podem ou não ser observáveis e estão normalmente correlacionados com os regressores, ou seja, são endógenos. E, o modelo de efeitos aleatórios pressupõe que, caso haja efeitos que não façam parte do modelo, estes são exógenos e não correlacionados com os regressores(GREENE, 2000).

A utilização de painel de dados possibilita aumentar o número de observações, diminuindo os graus de liberdade e reduzindo a multicolinearidade entre as variáveis explicativas e, desta forma, melhorando a eficiência do modelo econométrico (GREENE, 2000). A utilização de painel de dados possui essas

vantagens em relação a análises convencionais de *cross-section* e *times-series* utilizadas separadamente.

Para se utilizar aplicação deste modelo de regressão com dados em Painel, é necessário observar o modelo de variação de parâmetros a ser utilizado, os quais são: modelo de efeitos fixos ou *Fixed Effects* e modelo de Componentes Estocásticos ou *Random Effects.* Hill et al (2000) explicam a diferença entre esses dois modelos:

> A característica que distingue o modelo de variável binária do modelo de componentes estocásticos é a maneira como é considerado o intercepto β_{0i}. O modelo de variáveis binárias trata-o como um parâmetro fixo, desconhecido. Fazemos inferências somente sobre as firmas a cujo respeito dispomos de dados. O modelo de componentes estocásticos encara as firmas sobre as quais dispomos de dados como uma amostra aleatória de uma população maior de firmas, (HILL et al 2000, p303).

A utilização dos modelos de efeito fixo (Fixed-Effects Model) ou aleatório (Random Effects) possuem a seguintes particularidades: São normalmente empregados quando o número de unidades "*cross - sectional*" é grande enquanto o número de períodos de tempo observados acerca dessas unidades é relativamente pequeno. A definição de qual o modelo mais apropriado dependerá, em grande parte, das informações sobre as características da amostra e sobre os objetivos específicos da estimação.

Como, no caso desta pesquisa, não se pode afirmar que o componente do erro não está correlacionado com alguma das variáveis independentes, optou-se por considera-lo como um parâmetro estimado pelo método dos efeitos fixos. Pois, a amostra foi selecionada sob o critério de intecionalidade e o modelo estimado por

efeitos aleatórios pressupõe que a amostra é extraída aleatoriamente (Wooldridge, 2003). Utilizam-se efeitos fixos quando o interesse é de analisar a mudança de comportamento em cada grupo em um período curto de tempo.

Além disso, Johnston e DiNardo (1997, p. 403) explicam que mesmo quando o modelo de efeitos aleatórios é válido, o modelo de efeitos fixo continua gerando estimativo consistente dos parâmetros.

Dessa forma, para verificar a relação entre o Dividend Yield e os Retornos das ações, abordando os fatores determinantes dos dividendos em empresas com ações negociadas na BOVESPA no período compreendido entre 1998 a 2003, optou-se pelos testes de regressões *panel data*, com efeitos fixos.

Segundo Beaver et. al (1989) a utilização de dados em painel com efeitos fixos possuem algumas vantagens, permitindo: (i) combinar a análise da série-temporal com a análise de corte transversal em um mesmo teste de significância, (ii) estimar resíduos com baixa correlação, gerando uma melhora da estimação e de erros padrões não-viesados. e (iii) apresentar coeficientes de inclinação da reta menos sujeitos ao viés decorrente da omissão de variáveis.

Para verificar se os Dividends Yield estão correlacionados com os fatores determinantes dos dividendos sem influência dos efeitos temporais, o modelo estatístico utilizado é o seguinte:

$$DYexp = \hat{a}_0 + \hat{a}_1 MB + \hat{a}_2 ROA + \hat{a}_3 Setor + \mathring{a}$$

Onde:

DYexp: Dividend Yield de ações com payout acima de 25%

MB : Market Book

ROA : Lucrativiadde

Setor : Característica do Setor de Atividade

å: Erro da Equação

Resumo do resultado esperado dos coeficientes dos modelos caso da hipótese do estudo seja aceita:

Ho: $\beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$ [não existe relação linear entre a variável dependente (Dividend Yield) e as variáveis explicativas (Determinantes da Política de Dividendos e distribuição de Dividendos)]

H_1: Pelo menos um $\beta j \neq 0$ (pelo menos um dos coeficientes das variáveis explicativas na regressão é diferente de zero 0).

Para testar se existe relação entre o Retorno das ações e os Dividends Yield, foi utilizado a seguinte equação:

$$Rt = \alpha_0 + \alpha_1 DYexp + \varepsilon$$

Rt : Retorno das ações

DYexp: Dividend Yield de ações com payout acima de 25%

å: Erro da Equação

Resumo do que se espera dos coeficientes dos modelos para que essa hipótese seja aceita:

Ho: $\alpha_1 = 0$ (Não existe relação linear entre a variável dependente (Retorno) e as variáveis explicativas (Dividend Yield)]

H_1: $\alpha_1 \neq 0$ (existe relação entre as variáveis especificadas)

Para um nível de significância de 0,05; foi realizado o teste "t". Os tipos de erros e a probabilidade de ocorrerem são os seguintes:

QUADRO 1 - HIPÓTESES ESTATÍSTICAS E TIPOS DE ERROS

SITUAÇÃO	Ho VERDADDEIRA	Ho FALSA
Ho Rejeitada	Erro do Tipo I	Decisão Correta (1 – Beta)
Ho não rejeitada	Decisão Correta	Erro do tipo II

Fonte: Adaptado de Hill, 2000.

Pode-se decidir se a hipótese nula é rejeitada ou não, comparando o P value com o nível de significância determinado. "Quando o P value de um teste de hipótese é menor do que o valor escolhido de á (alfa), o procedimento de teste conduz a rejeição da hipótese nula" (HILL, 2000, p. 111).

Também foi realizado um teste de Multicolinearidade entre as variáveis explicativas para o modelo. "O problema da multicolinearidade é de que os dados não contêm informações sobre os efeitos individuais das variáveis explicativas suficiente para estimar com previsão todos os parâmetros do modelo estatístico" (HILL, 2000, p. 195). Dados colineares ocorrem quando, por exemplo, duas variáveis caminham juntas de maneira sistemática. O teste de multicolinearidade é feito através da utilização do coeficiente de correlação amostral realizados entre os pares de variável explicativas. As variáveis colineares devem ser excluídas do modelo.

Capítulo 6

6 RESULTADOS ENCONTRADOS

I – TESTE

O primeiro teste foi realizado no intuito de verificar se existe relação entre os Dividends Yield e os Fatores Determinantes da Política de Dividendos. Antes dos testes, contudo, foi realizado o teste de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo, ou seja, entre os fatores determinantes da Política de Dividendos. Os resultados se encontram na TABELA 4, logo em seguida:

TABELA 4
TESTE DE MULTICOLINEARIDADE ENTRE AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

	MB	ROA	SETOR
MB	1.000000	0.043065	0.025756
ROA	0.043065	1.000000	0.037582
SETOR	0.025756	0.037582	1.000000

Fonte: Elaborado pelo autor

Legenda:
MB – Market Book
ROA – Lucrativiadde
Setor – característica Setorial

Como é possível observar não se encontra colinearidade entre as variáveis explicativas.

I. a) Amostra Geral

Nessa primeira amostra, a fim de verificar quais possíveis Fatores determinantes efetivamente estariam relacionados com os Dividends Yield, foi realizada a regressão entre tais fatores. Todos os testes foram realizados considerando-se um nível de significância de 0,5%. Os resultados são demonstrados na TABELA 5, logo abaixo :

TABELA 5
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E OS FATORES DETERMINANTES DOS DIVIDENDOS

Fatores Determinantes	Coeficiente	P-value
MB	-0.0014	0.1052
ROA	0.0006	0.0000
SETOR	-0.0104	0.1584
R^2	0.0635	

Fonte: Elaborado pelo autor

Como se observa, encontra-se uma relação estatisticamente significante entre as variáveis Dividend Yield e a variável ROA (lucratividade). No entanto, as demais variáveis consideradas no estudo como determinantes da política de dividendos não possuem relação estatisticamente significante com o Dividend Yield.

Em seguida foi realizado um teste regressão entre as variáveis Retorno e Dividend Yield, no intuito de verificar se existe relação entre as duas variáveis. Os resultados encontram-se na TABELA 6.

TABELA 6
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO E OS DIVIDENDS YIELD

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYexp	1.286725	0.4635
R^2	0.255147	

Fonte: Elaborado pelo autor

Legenda:

DYexp – Dividend Yield (rendimento em dividendos que foram pagos além do mínimo estipulado pela legislação societária).

Observa-se através da regressão que não há uma relação estatisticamente significante entre o Retorno das ações e os Dividends Yield.

I. b) Amostra constituída por Ações Ordinárias

Todos os testes realizados com a amostra geral, foram repetidos com as amostras classificadas pelo tipo de ações das empresas, ou seja, ações ordinárias e preferenciais. Esse teste foi realizado no intuito de averiguar se em um cenário formado por ações ordinárias o resultado das regressões seria ou não semelhante ao realizado com a amostra constituída por ações preferenciais. Considerando-se

que o teste anterior não faz distinção entre os tipos de ações, sendo que as mesmas possuem características diferentes.

E também nesse caso, de amostra composta por ações ordinárias das empresas, o teste realizado foi para verificar se existe relação entre os Dividends Yield e os fatores determinantes da política de dividendos. Conforme representado na TABELA 7.

TABELA 7
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E OS FATORES DETERMINANTES DOS DIVIDENDOS NA AMOSTRA DE AÇÕES ON

Fatores Determinantes	Coeficientes	P-value
MB	-0.003031	0.4135
ROA	0.002603	0.0001
SETOR	-0.001338	0.9213
R^2	0.127852	

Fonte: elaborado pelo autor

Semelhantemente ao resultado da amostra geral, pode-se constatar que existe uma relação estatisticamente significante entre as variáveis Dividend Yield a variável ROA (lucratividade). No entanto, as demais variáveis consideradas no estudo como determinantes da política de dividendos não possuem relação estatisticamente significante com o Dividend Yield.

Logo em seguida, foi realizada a regressão entre o Retorno das ações e os Dividends Yield, para averiguar a existência de relação entre essas duas variáveis, conforme a TABELA 8, a seguir.

TABELA 8
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA COM AÇÕES ON

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	1.594744	0.7505
R^2	0.290577	

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme observado, não se encontra uma nenhuma relação estatisticamente significante, entre o Dividend Yield e o Retorno.

I. c) Amostra Constituída por Ações Preferenciais

O resultado do primeiro teste realizado para verificar a existência de relação entre os Dividends Yield e os fatores determinantes da política de dividendos encontra-se na amostra constituída por ações referenciais encontra-se na TABELA 9.

TABELA 9
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE DIVIDEND YIELD E OS FATORES DETERMINANTES DOS DIVIDENDOS NA AMOSTRA DE AÇÕES PN

Fatores Determinantes	Coeficientes	P-value
MB	-0.001293	0.1378
ROA	0.000478	0.0001
SETOR	-0.010823	0.2229
R^2	0.06505	

Fonte: Elaborado pelo autor

Semelhantemente ao resultado da amostra com ações ordinárias e da amostra geral, constata-se que existe uma relação estatisticamente significante entre as variáveis Dividend Yield a variável ROA (lucratividade). Porém, as demais variáveis consideradas no estudo como determinantes da política de dividendos não possuem relação estatisticamente significante com o Dividend Yield.

E, a regressão entre o Retorno das ações e os Dividends Yield, para averiguar a existência de relação entre essas variáveis, encontra-se na TABELA 10 a seguir.

TABELA 10
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA COM AÇÕES PN

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	1.157222	0.4062
R^2	0.1627	

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado demonstra que não se encontra uma relação estatisticamente significante entre o Dividend Yield e o Retorno das ações. Resultado também semelhante ao encontrado na amostra geral e na constituída por ações ON.

II – TESTE

A fim de atingir o terceiro objetivo do estudo, ou seja, verificar se existe relação entre os Retornos das Ações e os Dividend Yield, ao considerarem simultaneamente os Fatores Determinantes da Política de Dividendos foram realizados vários testes nas amostras de empresas classificadas de acordo com cada fator determinante. Tais fatores considerados são: Oportunidade de Crescimento e investimento (Market Book), Capacidade de geração de lucros (ROA), e Setor de atividade. Totaliza-se 6 amostras: duas para o índice Market Book (Uma com os índices mais elevados e outra com os índices menores); para o ROA (Uma com os índices mais elevados e outra com os índices menores); e duas para o Setor de atividade da empresa (Uma para os setores cíclicos e outra para setores não cíclicos).

II. a) Amostra constituída por Empresas classificadas de acordo com o Índice Market Book

Para verificar se existe relação entre os Retornos das Ações e os Dividend Yield, considerando conjuntamente os Fatores Determinantes da Política de Dividendos, como critério para seleção da amostra foi realizado a regressão com a amostra composta por empresas que apresentavam os mais altos índices Market Book. O resultado encontra-se na TABELA 11.

TABELA 11
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS COM MARKET BOOK MAIS ALTOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	0.000115	0.8003
R^2	0.140727	

Fonte: elaborado pelo autor

Como pode ser observado não se encontra relação estatisticamente significante entre o Dividend Yield e o Retorno.

Da mesma forma, foi realizada a regressão entre o Retorno das ações e o Dividend Yield na amostra constituída por empresas que apresentavam os mais baixos índices Market Book, conforme representado na TABELA 12, logo abaixo:

TABELA 12
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS COM MARKET BOOK MAIS BAIXOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	8.89E-07	0.3923
R^2	0.161259	

Fonte: elaborado pelo autor

Também, de acordo com os resultados encontrados, não se revela uma relação estatisticamente significante entre as variáveis Retorno e Dividend Yield.

II. b) Amostra constituída por Empresas classificadas de acordo com o Índice ROA

A regressão entre Retorno e Dividend Yield, da amostra composta por empresas que apresentavam o índice ROA mais elevado, está demonstrado na TABELA 13.

TABELA 13
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS COM ÍNDICE ROA MAIS ELEVADOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	5.30E-07	0.8945
R^2 0.406327		

Fonte: Elaborado pelo autor

E a regressão entre Retorno e Dividend Yield, da amostra composta por empresas que apresentavam o índice ROA mais baixo, encontra-se na TABELA 14:

TABELA 14
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS COM ÍNDICE ROA MAIS ELEVADOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	6.38E-05	0.3468
R^2 0.223134		

Fonte: elaborado pelo autor

Como pode ser observado, em nenhum dos dois casos se encontrou uma relação estatisticamente significante entre o Retorno das ações e Dividend Yield.

II. c) Amostra constituída por Empresas classificadas de acordo com a Característica Setorial

De acordo com a característica setorial, foram realizadas duas regressões para verificar se existe relação entre o Retorno das ações e os Dividends Yield.

Logo abaixo, encontram-se as regressões realizadas com amostra compostas por empresas de consumo cíclico e não cíclico. Os resultados encontram-se nas TABELAS 15 e 16 respectivamente.

TABELA 15
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS DE SETORES CÍCLICOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	1.465126	0.6108
	R^2 0.272590	

Fonte: Elaborado pelo autor

Como todas as regressões posteriores, não se encontrou uma relação estatisticamente significante entre o Retorno das ações e o Dividend Yield.

TABELA 16
RESULTADO DA REGRESSÃO ENTRE O RETORNO DAS AÇÕES E DIVIDEND YIELD, NA AMOSTRA DE EMPRESAS DE SETORES NÃO CÍCLICOS

Dividend Yield	Coeficiente	P -Value
DYEXP	5.311559	0.0003
R^2	0.187609	

Fonte: Elaborado pelo autor

O Resultado da TABELA 16 foi o único, de todos os testes realizados anteriormente, que apresentou relação estatisticamente significante na regressão entre o Retorno das ações e Dividend Yield. Ou seja, somente ao se considerar a amostra empresas de setores não cíclicos, é que se encontra uma relação positiva e estatisticamente significante entre as variáveis mencionadas. Em resumo, nem a lucratividade da empresa e nem sua capacidade de crescimento e investimento da, dentro do contexto da amostra, influenciaram na relação entre os dividendos e o retorno.

Capítulo 7

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nos testes realizados para verificar quais os fatores que determinam a política de dividendos, considerando a oportunidade de crescimento e investimento da empresa, o setor de atividade e a capacidade de geração de lucros da empresa, verifica-se que somente este último , representado pelo índice ROA é que estão relacionados com os dividendos. Isso corrobora com os resultados encontrados por Procianoy (2003), Silva e Brito (2004) e com a teoria de Myers (1984), ou seja, de que a lucratividade está ligada a decisão da política de dividendos. A decisão da política de dividendos é influenciada por vários contextos que refletem as características, situação e estratégias financeiras da empresa. E , no caso do presente estudo, a lucratividade seria um fator importante a ser considerado para essa decisão.

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, na maior parte das amostras, não foi encontrada uma relação estatisticamente significante e positiva entre o Dividend Yield e o Retorno das ações como preconizados pela Hipótese de Conteúdo Informacional (M & M, 1961) e os estudos realizados por autores como Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980). Além disso, não se pode afirmar que os fatores determinantes da política de Dividendos possam afetar positiva ou negativamente essa relação, conforme a hipótese do presente estudo. Exceto no caso em que se realiza o teste na amostra constituída por empresas de setores não cíclicos. Neste ultimo caso, encontra-se que no resultado da regressão realizada

entre o Retorno das ações e Dividend Yield, dos fatores determinantes considerados neste estudo, somente a característica do setor de atividade é que contribui nessa relação. A característica setorial referente a empresas de setores de consumo não cíclicos pode ser explicada, pois, esse segmento de empresas normalmente é menos afetado por variações do ciclo econômico. E, como conseqüência tais setores possuem uma maior tendência à distribuição dos dividendos se comparado à empresas de setores de consumo cíclico.

Uma possível justificação para os resultados obtidos neste trabalho, seria a própria controvérsia sobre o assunto Efeito da Política de dividendos no valor da empresa na qual é difícil formular estratégias ótimas de investimentos para os investidores em meio a tal confusão como afirma Ross (2002). E esses resultados corroboram com os encontrados por autores como os de Speranzini (1994), Bueno (2000) e Figueiredo (2002), que em estudos empíricos realizados no mercado de ações do Brasileiro também não encontram evidências da existência da relação entre a política de dividendos e o retorno das ações. E em âmbito internacional, os resultados deste estudo corroboram com os encontrados por autores como Christie (1990).

Deve-se ressaltar, entretanto, que apesar dos resultados obtidos neste estudo e das conclusões apresentadas, é preciso levar em consideração de que a conclusão fica restrita à amostra, as variáveis e a metodologia utilizada. Assim sendo, não se pode fazer generalizações para todas os tipos de empresas. Visto que, foram selecionados alguns setores de atividades de empresas com ações negociadas na

BOVESPA. Além disso, o resultado pode ter sido afetado pela quantidade reduzida de anos considerado neste estudo, ou seja, de 1998 a 2003.

Como sugestões para novas pesquisas, tem-se a utilização de outros aspectos que possam determinar a política de dividendos como por exemplo: O Endividamento, Tamanho da empresa e a Tributação(Alíquota de Imposto de Renda sobre os dividendos). Também é sugerido controlar as variáveis de acordo com o tipo das ações, ou seja, em ordinárias e preferenciais e tentar aumentar o período analisado e o número de empresas ou setores.

8 REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.

BATTACHARYA,S., Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand" fallacy. Bell Journal of Economics, 10, 1978.

BEAVER, W.; EGER, C.; RYAN, S.; WOLFSON, M. *Financial reporting and the structure of bank share prices. Journal of Accounting Research 207 (2),* p. 157-178, 1989.

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

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Princípios de finanças empresariais. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998.

BRENNAN, M. Taxes, market valuation and financial policy. National Tax Journal. v. 23, p. 417-429, December 1970.

BRIGHMAN, Eugene F; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. Administração Financeira: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2001.

BRITO, RD; SILVA, JCG Testando as Previsões de trade-off E Pecking Order sobre Dividendos E dívida para O Brasil. In: 3o. Encontro Brasileiro de Finanças, 2004.

BUENO, A. F., Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras. Dissertação de Mestrado, USP, São Paulo, 2000.

CHRISTIE, W. G. Dividend yield and expected returns: the zero-dividend puzzle. Journal of Financial Economics. North-Holland, v. 28, p. 95 -125, 1990.

CORREIA, L. F.; AMARAL H. F., O Impacto da Política de Dividendos Sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000. ENANPAD, Anais..., Salvador: 2002.

DAMODARAN, Aswath. A Face Oculta da Avaliação: Avaliação de Empresas da Velha Tecnologia, da Nova Tecnologia e da Nova Economia. São Paulo: Makron Books, 2002.

FIGUEIREDO, A . C. O conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. Sociedade Brasileira de Finanças, 2º encontro, jul 2002.

GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas, 1991.

___. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.

GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GORDON, M.J. Dividends, earning, and stock prices. Review of Economics and Statistics. p.99-105, May 1959.

GREENE, William H. Econometric Analysis, 4th Ed, Prentice Hall, 2000.

HILL, R. Carter; WILLIAN E. Griftihs; GEORGE G. Judge: Econometria. São Paulo: Saraiva, 2000.

IUDÍCIBUS, S., LOPES, A. B., Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004.

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

JOHN, K; WILLIANS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. Journal of Finance, Sept. 1985.

JOHNSTON, J. e DINARDO, J., *Econometric Methods*, 4a edição, Nova Iorque: Ed. McGraw-Hill, 1997.

KEOWN, Arthur J., SCOTT JR., David F., MARTIN, John D.; PETTY, J. Willian. Basic Financial Management. 7ed. Upper Saddle River: Prentice- Hall, 1996.

LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. The Journal of Finance, Vol. 55, nº 1 (Feb., 2000), 1-33.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. Fundamentos de metodologia científica. São Paulo: Atlas, 1993.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review, v. 46, n. 2, p. 97-113, May 1956.

LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and evidence. Journal of Financial Economics. North-Holland, v. 7, p. 163 – 195, June 1979.

LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. Dividends, short selling restrictions, tax-induced investor clienteles and market equilibrium. The Journal of Finance. v. 35, n. 2, p. 469 – 485, May 1980.

LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? The Journal of Finance. v. 37, n. 2, p. 429 – 443, May 1982.

LOSS, Lenita. inter-relacionamento entre política de dividendos e de Investimento: estudo aplicado às companhias brasileiras. Dissertação de mestrado, FUCAPE, 2004.

MARQUES FILHO, Alexandre de Macedo. Retorno. 2004. Disponível em: <http://www.eliteccvm.com.br/pdf/RTA%2031-03-04.pdf>. Acesso em: 01 abr. 2004.

MEGLIORINI, Evandir Lucros Distribuídos - Fator de Atratividade para Investimentos em Ações Editora Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas de Osasco 1998.

MILLER, M.; SCHOLES, M. S. Dividends and taxes: some empirical evidence. Journal of Political Economy. v. 90, n. 6, p. 1118-1141, December 1982.

MILLER, M., ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. The Journal of Finance, 1985.

MODIGLIANI, F. MILLER, M. Dividend policy, growth and the valuation of shares. Journal of Business. v. 34, n. 4, p. 411-433, October 1961.

MYERS, S. The Capital Structure Puzzle, Jornal of Finance, v. 39, p.575-595, 1984

NOVIS NETO, J. A. , SAITO, R. ; Dividend Yield e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro, XXVI ENANPAD, Anais..., Salvador 2002.

PORTER, MICHAEL E. Vantagem Competitiva, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1986

PROCIANOY, JL; HEINEBERG, Ricardo, Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa. XXVII ENANPAD; 2003.

ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. Bell Journal of economics, 8, 1977

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração financeira. São Paulo: Atlas, 2002.

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

SILVA, Andre Luiz Carvalhal da. *:* A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. Tese de Doutorado - Universidade Federal do Rio de Janeiro, UFRJ, 2002.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M., *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, Cambridge: The MIT Press, 2003.

ANEXO – CLASSIFICAÇÃO SETORIAL DA BOVESPA

Classificação Setorial - Principais Critérios

Classificação Setorial das Empresas Listadas na BOVESPA

A estrutura para a classificação setorial foi elaborada considerando-se, principalmente, os tipos e os usos dos produtos ou serviços desenvolvidos pelas empresas, com os seguintes propósitos:

- fornecer uma identificação mais objetiva dos setores de atuação das empresas, já a partir do primeiro nível da estrutura;
- permitir uma visão sobre empresas que, embora com atividades diferentes, atuem em estágios similares da cadeia produtiva ou com produtos/serviços relacionados e tendam a responder de forma semelhante às condições econômicas;
- facilitar a localização dos setores de atuação das empresas negociadas; e
- aproximar-se de critérios utilizados pelo mercado financeiro nacional e internacional.

Para a classificação das empresas, foram analisados os produtos ou serviços que mais contribuem para a formação das receitas das companhias, considerando-se, ainda, as receitas geradas no âmbito de empresas investidas de forma proporcional às participações acionárias detidas.

No caso de companhias de participação, foi considerada a contribuição de cada setor na formação das receitas consolidadas, sendo que:

- se algum setor representou participação maior ou igual a dois terços das receitas, a empresa de participação foi classificada nesse setor;
- caso contrário, a empresa de participação foi classificada como holding diversificada.

A estrutura setorial e a classificação das empresas negociadas serão objeto de revisões periódicas. No caso de haver alterações nos produtos ou serviços com maior contribuição para a formação das receitas, avaliaremos se essas alterações se mantêm ao longo do tempo ou constituem-se numa tendência, antes que seja feita a reclassificação setorial da empresa.

Classificação Setorial - Consumo Cíclico

Setor: Consumo Cíclico

Nesta tabela, você encontra o subsetor de classificação na coluna da esquerda e seus respectivos segmentos à direita, seguidos das companhias que se enquadram em cada um deles. As empresas são identificadas pelo nome de pregão.

Subsetor	Segmento
Tecidos, Vestuário e Calçados	**Fios e Tecidos**
	Buettner
	Cedro
	Coteminas
	Dohler
	Encorpar
	F Guimaraes
	Fab C Renaux
	Ind Cataguas
	Karsten
	Kuala
	Pettenati
	Santanense
	Santistextil
	Schlosser
	Tec Blumenau
	Tecel S Jose
	Teka
	Tex Renaux
	Vicunha Text
	Wembley
	Couro
	Arthur Lange
	Vestuário
	Cia Hering

	Cia Hering
	Marisol
	Staroup
	Calçados
	Alpargatas
	Cambuci
	Grendene
	Vulcabras
Utilidades Domésticas	**Eletrodomésticos**
	Brasmotor
	Gradiente
	Multibras
	Springer
	Utensílios Domésticos
	Gazola
	Hercules
	Nadir Figuei
Mídia	**Televisão por Assinatura**
	NET
	Jornais, Livros e Revistas
	Docas
	Saraiva Livr
Hotelaria	**Hotelaria**
	Blue Tree
	Eldorado
	Hoteis Othon
	Sauipe
Lazer	**Bicicletas**
	Bic Caloi
	Bic Monark

	Brinquedos e Jogos
	Estrela
	TecToy
	Parques de Diversão
	Pq Hopi Hari
Diversos	**Aluguel de Carros**
	Localiza
Comércio	**Tecidos, Vestuário e Calçados**
	Grazziotin
	Guararapes
	Lojas Hering
	Lojas Renner
	Eletrodomésticos
	Globex
	Semp
	Livrarias e Papelarias
	Livr Globo
	Produtos Diversos
	Lojas Americ
	Submarino

Classificação Setorial - Consumo Não Cíclico

Setor: Consumo Não Cíclico

Nesta tabela, você encontra o subsetor de classificação na coluna da esquerda e seus respectivos segmentos à direita, seguidos das companhias que se enquadram em cada um deles. As empresas são identificadas pelo nome de pregão.

Subsetor	Segmento
Alimentos	**Café**
	Cacique
	Caf Brasilia
	Iguacu Café
	Grãos e Derivados
	Granoleo
	J B Duarte
	Leco
	Carnes e Derivados
	Avipal
	Excelsior
	Minupar
	Perdigao S/A
	Sadia S/A
	Laticínios
	Parmalat
	Vigor
	Alimentos Diversos
	Cosan
	CTM Citrus
	Josapar
	Oderich
	Rasip Agro
	Renar

	Usin C Pinto
Bebidas	**Cervejas e Refrigerantes**
	Ambev
	Flum Refrig
Fumo	**Cigarros e Fumo**
	Souza Cruz
Prods. de Uso Pessoal e de Limpeza	**Produtos de Uso Pessoal**
	Natura
	Produtos de Limpeza
	Bombril
Saúde	**Medicamentos**
	Biomm
	Análises e Diagnósticos
	DASA
Comércio	**Alimentos**
	Bompreco Bah
	P.Acucar-CBD
	Medicamentos
	Dimed
	Drogasil