



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE
E SECRETARIADO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA

GLEYCIANNE BRÍGIDO RABELO

A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COMO FERRAMENTA SINALIZADORA DE
DESEMPENHO FUTURO NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

FORTALEZA

2015

GLEYCIANNE BRÍGIDO RABELO

**A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COMO FERRAMENTA SINALIZADORA DE
DESEMPENHO FUTURO NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, da Universidade Federal do Ceará, como parte dos requisitos para obtenção do Título de Mestra em Administração e Controladoria.

Área de Concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Orientadora: Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte

FORTALEZA

2015

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

-
- R114d Rabelo, Gleycianne Brígido.
A distribuição de dividendos como ferramenta sinalizadora de desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa / Gleycianne Brígido Rabelo. – 2015.
96 f.: il. color. ; 30 cm.
- Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2015.
Área de Concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.
Orientação: Profa. Dra. Vera Maria Rodrigues Ponte.
1. Dividendos - Brasil. 2. Empresas. 3. Desempenho. 4. Títulos (Finanças) – Brasil. I. Título.

GLEYCIANNE BRÍGIDO RABELO**A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COMO FERRAMENTA SINALIZADORA DE
DESEMPENHO FUTURO NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado, da Universidade Federal do Ceará, como parte dos requisitos para obtenção do Título de Mestra em Administração e Controladoria. Área de concentração: Contabilidade, Controladoria e Finanças.

Aprovada em ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Prof.^{ra} D.^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^{ra} D.^{ra} Márcia Martins Mendes De Luca
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof.^{ra} D.^{ra} Joaília Neide de Sales Cia
Universidade de São Paulo (USP)

DEDICATÓRIA

À minha mãe, Ana Lúcia Brígido Rabelo, a quem devo tudo, e por quem faço tudo.

AGRADECIMENTOS

A Deus, pelas oportunidades que me foram dadas na vida, não só por ter conhecido pessoas e lugares interessantes, mas também por ter vivenciado situações desafiadoras, as quais foram a matéria-prima do meu aprendizado.

Aos meus amados pais, Gleidmarqson Alves Rabelo e Ana Lúcia Brígido Rabelo, por todos os momentos de muito carinho e apoio, e que, apesar da distância, não mediram esforços para que eu chegasse até esta etapa da minha vida, e ainda por terem me dado condições para me tornar a profissional e Mulher que sou.

À professora Vera Maria Rodrigues Ponte, pela paciência, dedicação e zelo nas suas orientações, as quais foram fundamentais para meu engrandecimento acadêmico, tornando possível a elaboração desta dissertação.

Aos demais participantes da banca examinadora, professoras Márcia De Luca e Joanília Cia, pelas sugestões de melhoria, as quais muito contribuíram para o sucesso desta pesquisa.

Ao meu amado companheiro de todas as horas, Ricardo Pinheiro, inesgotável fonte de amor e incentivo durante todo o período de elaboração desta dissertação, a qual não teria sido concluída sem sua participação ativa, seus conselhos motivadores e seus carinhos consoladores.

À Empreendimentos Pague Menos S. A., pela oportunidade profissional.

Aos demais membros da família (irmãos, tias e primas) e aos amigos e amigas, por todo o apoio, carinho e compreensão pela minha ausência.

E aos meus colegas de mestrado, pelo convívio prazeroso e enriquecedor, em especial a Sérgio Melo, Ana Maria Andreazza, Leonida Soares e Clara Braga.

RESUMO

A decisão entre quanto reter e quanto distribuir aos acionistas faz parte da política de financiamento e investimento da empresa, também conhecida como política de dividendos. A política de dividendos é considerada, então, cada dia mais, um diferencial estratégico para atrair novos investidores. São inúmeras as pesquisas sobre política de dividendos, e algumas teorias são usadas para fundamentá-la, tais como a Teoria da Irrelevância dos Dividendos, a Teoria do Pássaro na Mão, a Teoria da Preferência Tributária, o Efeito Clientela dos Dividendos, a Teoria da Agência e a Teoria da Sinalização. O presente estudo foi desenvolvido na perspectiva de atender ao objetivo geral de investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa, sob a ótica da Teoria da Sinalização. A população do estudo reúne as companhias que se apresentavam listadas na BM&FBovespa entre os períodos de 2002 e 2014. Trata-se de pesquisa documental, devido ao procedimento adotado para a coleta de dados secundários, extraídos da base Economatica® e do *website* da BM&FBovespa. Para realização do estudo, foram coletados dados financeiros anuais das 105 empresas da amostra totalizando 1.050 observações, as quais após a retirada dos dados *outliers*, remanesceram 910. Foi utilizada a análise de dados em painel, por meio da metodologia *Pooled*, para estimação dos coeficientes, sendo considerada a distribuição de dividendos, ou seja, os dividendos declarados como variável explicativa, e o desempenho futuro, representado pelo Lucro Líquido e pelo Ebitda, como variáveis dependentes. De acordo com os resultados encontrados foi possível caracterizar as empresas integrantes da BM&FBovespa bem como retratar um panorama das políticas de dividendos adotadas por essas empresas. E, através dos três modelos escolhidos para estimação, a fim de verificar se os dividendos distribuídos são reconhecidos pelo mercado como ferramenta sinalizadora do desempenho futuro e, conseqüentemente, atingir objetivo geral desta pesquisa é possível afirmar que o modelo (1) não apresentou resultados consistentes com a literatura suporte, enquanto que os resultados dos modelos (2) e (3) fornecem suporte à teoria da sinalização sobre o desempenho futuro no primeiro ano subsequente ao da distribuição dos dividendos.

Palavras-chave: Teoria da Sinalização. Política de dividendos. Desempenho.

ABSTRACT

The decision of how much to retain and distribute to shareholders is a part of the financing and investment policy of the company, also known as dividend policy. The dividend policy is increasingly considered as a strategic differentiator for attracting new investors. There are numerous research about dividend policy and some theories are used to support it, such as the Dividend irrelevance theory, Bird in hand theory, Tax preference theory, the Clientele effect of dividends, Agency theory and the Signaling theory. The present study has the general purpose of investigating the relationship between distributed dividends and future performance of companies listed on BM&FBovespa stock market under the perspective of the Signaling theory. The researched population comprises the companies that had been listed on BM&FBovespa stock market between 2002 and 2014. This is a documental research due to the procedure used for data collecting extracted from Economática® base and the website of BM&FBovespa stock market. To conduct the study we collected annual financial data of 105 companies remaining in the sample, totaling 1,050 observations which after the removal of outliers data, remained 910. We used panel data analysis through the Pooled methodology for estimation of coefficients. The dividend distribution same as dividend declared in this research was considered as an explanatory variable, and the future performance was measured by the Net income and EBITDA, both dependent variables. According to the results it was possible to characterize the companies listed on BM&FBovespa, as well as portraying a panorama of dividend policies adopted by these companies. And through the three models chosen to estimate whether the dividends distributed are recognized by the market as a signaling tool of future performance in order to achieve the objective of this research we can say that model (1) did not show consistent results with the support literature, while the results of models (2) and (3) provide support to the Signaling theory about the future performance in the first year following the dividend distribution.

Keywords: Signaling theory. Dividend policy. Performance.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – O princípio fundamental das finanças corporativas	23
Figura 2 – Vertentes da Teoria da Sinalização e os dividendos	34

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida	33
Quadro 2 – Resumo dos estudos anteriores	48
Quadro 3 – Variáveis da pesquisa	56

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição das empresas da amostra por segmento de listagem	62
Gráfico 2 – Distribuição das empresas da amostra por faixa etária	63
Gráfico 3 – Distribuição das empresas da amostra por tamanho	63
Gráfico 4 – Evolução do <i>payout</i> das empresas da amostra – 2003 a 2012	65
Gráfico 5 – Segregação da distribuição de dividendos e dos juros sobre capital próprio – Em reais	66
Gráfico 6 – Distribuição anual das empresas da amostra por modalidade de destinação de lucros aos acionistas – 2003 a 2012	67
Gráfico 7 – Dividendos x Lucro Líquido (em t_1)	71
Gráfico 8 – Dividendos x Lucro Líquido (em t_2)	71
Gráfico 9 – Dividendos x Ebitda (em t_1)	71
Gráfico 10 – Dividendos x Ebitda (em t_2)	71

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Construção da amostra da pesquisa	54
Tabela 2 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico	61
Tabela 3 – Distribuição anual de dividendos pelas empresas da amostra – 2003 a 2012	64
Tabela 4 – Distribuição de dividendos por setor econômico e faixa de <i>payout</i>	68
Tabela 5 – Distribuição de dividendos por faixa etária e faixa de <i>payout</i>	69
Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis	72
Tabela 7 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 1)	74
Tabela 8 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 1)	75
Tabela 9 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 2)	76
Tabela 10 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 2)	77
Tabela 11 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 3)	79
Tabela 12 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 3)	80

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1	Política de dividendos e suas teorias	21
2.1.1	Teoria da Relevância dos Dividendos ou Teoria do Pássaro na Mão	24
2.1.2	Teoria da Irrelevância dos Dividendos	26
2.1.3	Teoria da Preferência Tributária	28
2.1.4	Efeito Clientela dos Dividendos	29
2.1.5	Teoria da Agência	30
2.1.6	Teorias Trade-off e Pecking Order	31
2.1.7	Teoria Residual dos Dividendos	32
2.1.9	Teoria do Ciclo de Vida (Lifecycle)	33
2.2	Teoria da Sinalização – Informação Assimétrica e Conteúdo Informacional	34
2.2.1	Dividendos e a Teoria da Sinalização	38
2.2.2	Os modelos estatísticos e a Teoria da Sinalização	41
2.3	Cenário brasileiro sobre a política de dividendos	44
2.4	Estudos e experiências globais	48
3	METODOLOGIA	51
3.1	Tipologia da pesquisa	51
3.2	Amostra e procedimento de coleta de dados	52
3.3	Procedimentos estatísticos	53
3.3.1	Dados em painel	54
3.3.2	O modelo escolhido e suas variáveis	55
4	RESULTADOS	60
4.1	Caracterização das empresas listadas na BM&FBovespa e o panorama da política de dividendos	60
4.2	A relação entre as mudanças nos dividendos e desempenho futuro	70
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	80
	REFERÊNCIAS	85
	ANEXO	94

1 INTRODUÇÃO

Partindo do conceito de *Information Approach* (abordagem da informação), Lopes (2001) preconiza que a contabilidade deve ser enxergada pela sua capacidade de prover informações úteis aos agentes econômicos. Complementam Martins, Martins e Martins (2007) que a contabilidade para usuários externos possibilita a realização de testes mais abrangentes acerca das práticas contábeis desenvolvidas pelas empresas ao longo de uma série histórica.

Ball e Brown (1968) realizaram um dos primeiros estudos empíricos envolvendo variáveis da contabilidade, para demonstrar seus poderes informativos, chegando à conclusão de que as demonstrações contábeis são significativas para fornecer informações que explicam o retorno das ações.

Nessa perspectiva de abordagem informativa, estudos posteriores ao de Ball e Brown foram realizados com o intuito de analisar o poder explicativo das variáveis contábeis. Sarlo Neto *et al.* (2003) destacam que, além dos lucros, outras variáveis contábeis deveriam ter capacidade informacional.

Ao longo do tempo, os dividendos vêm sendo usados como variável explicativa de diversas pesquisas (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; FIORATI, 2007; GRULLON *et al.*, 2003; LA PORTA *et al.*, 2000; NISSIM e ZIV, 2001; RAMOS *et al.*, 2014; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010).

É senso comum que o dividendo é uma medida contábil que deriva de outra medida contábil: o Lucro Líquido do exercício. Após as deduções das obrigações previstas em lei ou nos estatutos das entidades, o lucro remanescente é retido para reinvestimento, ou é distribuído, geralmente na forma de dividendos e/ou de juros sobre capital próprio. A decisão sobre quanto reter e quanto distribuir aos acionistas faz parte da política de financiamento e investimento da empresa.

De forma mais ampla, a política de dividendos é considerada uma decisão de âmbito corporativo e financeiro, podendo gerar impactos internos e externos à companhia. Entende-se como impacto interno a implementação de ações voltadas para o próprio crescimento e desenvolvimento, através do lucro retido. E o impacto externo se dá no relacionamento da empresa com seus acionistas, procurando atendê-los nas mais variadas expectativas.

A política de dividendos é considerada, então, cada dia mais, um diferencial estratégico para atrair novos investidores. A importância da política de dividendos é ressaltada por Ferreira Júnior *et al.* (2010), os quais afirmam tratar-se de um dos temas mais críticos em finanças, tanto pela abrangência das áreas que engloba, quanto pela falta de consenso que ainda persiste sobre o tema.

São inúmeras as pesquisas sobre política de dividendos, e algumas teorias são usadas para fundamentá-la.

No contexto da teoria da Irrelevância dos Dividendos, considerando mercados perfeitos, Miller e Modigliani (1958) afirmam que os dividendos são irrelevantes, pois não são capazes de alterar o valor de mercado da empresa. Quase concomitantemente, Gordon (1959) e Lintner (1956), considerados pensadores da corrente conservadora ou tradicional, idealizaram a Teoria do Pássaro na Mão, também conhecida como Teoria da Relevância dos Dividendos, segundo a qual, para o acionista seria mais interessante a garantia de receber dividendos do que esperar pelos incertos ganhos de capital no futuro.

Como esse mercado perfeito de Miller e Modigliani (1958) ainda está distante da realidade atual, outros estudiosos procuraram entender a política de dividendos através da formulação de outras teorias, sendo mais abordadas, no campo das finanças, a Teoria da Preferência Tributária, o Efeito Clientela dos Dividendos, a Teoria da Agência e a Teoria das Informações Assimétricas e Conteúdo Informacional, ou Teoria da Sinalização. Ainda serão abordadas também, para efeito de conhecimento, a Teoria *Trade-off*, a Teoria *Pecking Order*, a Teoria Residual dos Dividendos e a Teoria do Ciclo de Vida (*Lifecycle*).

Defendida por Damodaran (2002), a Teoria da Preferência Tributária explica a preferência dos acionistas pelas empresas que retêm lucro, em vez de distribuir dividendos, com o intuito de se proteger dos impactos tributários. Essa teoria não é amplamente usada para fundamentar os casos brasileiros, dada a não tributação dos dividendos no país (BRASIL, 1995). Devido à imunidade dos dividendos à tributação pela legislação brasileira, a postergação da preferência por dividendos imediatos não é tão aplicável no país, o que estimula as empresas a adotar políticas de dividendos elevados.

Há, também, pesquisas que procuram entender a preferência do acionista por um ou outro tipo de remuneração oferecida pelas companhias, sendo essa situação comumente chamada de efeito clientela. Quanto ao Efeito Clientela dos Dividendos, Ross (2010) entende

que as firmas tendem a adequar suas políticas de dividendos aos perfis das clientelas que pretendem atingir.

Já a Teoria da Agência, defendida por Jensen e Meckling (1976), descreve os problemas causados nas empresas em que a propriedade e a administração se confundem. Essa teoria procura entender o conflito entre acionistas e gestores pelo fato de estes se preocuparem mais com a maximização de seus interesses individuais, em detrimento dos interesses daqueles. Nesse sentido, o pagamento de dividendos também vem sendo estudado e testado como uma ferramenta de redução do conflito de agência (LA PORTA *et al.*, 2000; SILVA, 2003; ZENG, 2001).

A política de dividendos também vem sendo estudada à luz da Teoria da Sinalização. Essa teoria não se aplica apenas à análise da política de dividendos como emissora de sinais (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; FIORATI, 2007; FONTELES *et al.*, 2012; GRULLON *et al.*, 2003; LA PORTA *et al.*, 2000; NISSIM; ZIV, 2001; RAMOS *et al.*, 2014), a ser estudada nesta pesquisa, tendo, inclusive, aplicabilidade em variados campos de estudo, como, por exemplo, educação (SPENCE, 1973), antropologia (BIRD; SMITH, 2005), endividamento das empresas (HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS; MAJLUF, 1984; ROSS, 1977), garantias (SPENCE, 1973), direito (FARBER, 2002), governança corporativa (BHAT *et al.*, 2006; BLACK, 2006; DALMÁCIO, 2009), abertura de capital (CERTO, 2003) e risco (GRULLON; MICHAELY; SWAMINATHAN, 2002).

A Teoria da Sinalização tornou-se evidente a partir do estudo de Spence (1973), que abordou a sinalização como elemento de redução de assimetria informacional e, conseqüentemente, de diferenciação em mercados com fluxos imperfeitos de informação. Concomitantemente, Watts (1973) trabalhava a questão do conteúdo informacional.

Spence (2002) resume o objetivo do seu estudo inicial como uma tentativa de capturar os aspectos informacionais da estrutura do mercado, a fim de melhor conhecer as maneiras por meio das quais os mercados (de bens duráveis, de trabalho, financeiro, de alimentos e de produtos farmacêuticos, por exemplo) adaptam-se à falta de informação e às conseqüências dessas lacunas informacionais.

Na opinião de Morris (1987), a Teoria da Sinalização trata da assimetria informacional nos mercados, e procura demonstrar como essa assimetria pode ser reduzida com a sinalização de mais informações.

Quanto à ferramenta utilizada para a sinalização, no caso os sinais, Spence (1973) explica que são atividades ou atributos dos indivíduos num mercado em que, por estruturação ou por acidente, alteram as crenças, transmitindo informações a outros indivíduos.

Em resumo, a Teoria da Sinalização ajuda a analisar as situações entre duas partes, a parte interessada, que deseja sinalizar alguma característica particular e observável à outra parte, que é a parte tomadora de algum tipo de decisão. Portanto, a sinalização é toda ação praticada por um agente (parte informada – nesta pesquisa, as empresas) a fim de revelar informações privadas à outra parte (parte desinformada – nesse caso, os investidores ou potenciais investidores).

Outra vertente de estudo relacionada com a Teoria da Sinalização é a premissa de conteúdo informacional sobre determinada matéria. Um dos primeiros pesquisadores a desenvolver estudo nessa linha de raciocínio, abordando a temática dos dividendos, foi Watts (1973) que, através da obra *The information content of dividends* testou se os dividendos têm potencial para transmitir informações.

O valor dos dividendos pode ser considerado estratégico, a partir do momento em que for possível incrementá-lo como uma maneira de transmitir sinais positivos para o mercado. As informações relacionadas ao pagamento de dividendos podem fazer o mercado supor que a empresa detém boa saúde financeira, por dispor de caixa excedente para arcar com os dividendos, após suportar plenamente as suas operações e investimentos.

Weston e Copeland (1992) explicam que o acréscimo nos dividendos pode ser interpretado pelo investidor como uma boa notícia, ao indicar que a firma gerará fluxo de caixa suficiente para suportar o alto nível dos dividendos declarados. De acordo com Santos (2008), quando aumenta a distribuição de dividendos, o mercado tende a reagir positivamente, pois a confiança no futuro da entidade caminha na mesma direção; por outro lado, um corte é recebido como uma má notícia acerca das perspectivas futuras.

Consequentemente, a decisão de adotar uma política de distribuição de dividendos crescentes significa uma diferenciação no mercado, ou seja, uma característica vista como positiva.

A política de dividendos é tema explorado por pesquisadores de todo o mundo. Inúmeras pesquisas tratam dessas vertentes no contexto dos dividendos, tanto pelo enfoque da

assimetria informacional, quanto pela ótica do conteúdo informacional. Mais especificamente, os estudos sobre o conteúdo informacional e o aspecto sinalizador da política de dividendos e a relação com a lucratividade e/ou desempenho futuro das empresas são abordagens que já têm variadas obras estrangeiras. Vale ressaltar, contudo, que foram encontrados poucos estudos brasileiros com esse enfoque.

Algumas evidências encontradas na literatura estrangeira têm demonstrado que as empresas procuram emitir sinais para o mercado por meio de sua política de dividendos. Lintner (1956) já apontava evidências de um poder informativo dos dividendos sobre o retorno das ações, por meio do Demonstrativo de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR). Seguindo a premissa de que os dividendos colaboram para melhor previsão de lucros futuros, Watts (1973) concluiu que o conteúdo informacional de dividendos verifica-se de forma apenas discreta, levando a um conteúdo informacional reduzido.

Bhattacharya (1979) partiu do pressuposto de que se o gestor tem mais acesso à informação, o investidor enxerga na mudança da política de dividendos um sinal ao mercado. Portanto, um aumento de dividendos pode significar, por exemplo, que a empresa vai bem financeiramente. Miller e Rock (1985) descobriram que as decisões sobre dividendos poderiam revelar ao mercado informações relacionadas aos lucros atuais. John e Williams (1985) concluíram pela existência de um “equilíbrio de sinalização”, com a separação entre as firmas “melhores” e as “piores”, através da distribuição de dividendos. Nesse cenário, as empresas com perspectivas de lucros maiores, possuindo informações não percebidas pelo mercado, pagam maiores dividendos como mecanismo de sinalização.

Posteriormente, Nissim e Ziv (2001) demonstraram a existência de relação positiva entre o nível de dividendos distribuídos e o nível de lucratividade nos anos posteriores. Mais recentemente, ao estudar o efeito do ambiente de informação ao nível da empresa sobre o papel da sinalização dos dividendos nas firmas estrangeiras no mercado dos EUA que emitem ADRs (*American Depositary Receipts*), Aggarwal, Cao e Chen (2012) descobriram que essas empresas são mais propensas a sinalizar informações através do aumento de dividendos, em virtude de possuírem um ambiente de informações pobre. Portanto, os autores concluíram que seus estudos fornecem suporte empírico para os dividendos como uma ferramenta confiável de sinalização.

Importa destacar que outros estudos não confirmaram a hipótese de sinalização dos dividendos quanto à lucratividade futura das empresas, ou seja, que os dividendos não possuem conteúdo informacional sobre a lucratividade (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; GRULLON *et al.*, 2003).

No cenário brasileiro, foram encontradas poucas pesquisas com enfoque sobre os dividendos e sua previsibilidade sobre a lucratividade futura. Uma das mais recentes e abrangentes, para o cenário brasileiro, contudo, não corroborativa dessa premissa, é a de Fiorati (2007), que concluiu não ser possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de dividendos tenha correlação direta, ou linear, com a variação de lucratividade nos períodos subsequentes para as empresas listadas na BM&FBovespa, para o período analisado entre 1999 e 2004.

Já, Pietro Neto, Decourt e Galli (2011), ao analisar as notícias veiculadas para os investidores que se referiam ao anúncio da distribuição de dividendos, constataram que os resultados evidenciaram a presença de retornos anormais significativos, concluindo que seu estudo contribui para o aprofundamento da Teoria da Sinalização com relação à política de distribuição dos lucros.

Estudando as empresas integrantes do Índice de Dividendos (IDIV), da BM&FBovespa, Fonteles *et al.* (2012) averiguaram os possíveis fatores condicionantes das políticas de dividendos, e observaram que, no que tange ao pagamento de dividendos, o comportamento entre o que foi planejado e o efetivamente executado apresentou variações positivas, ou seja, que as empresas analisadas planejaram dividendos maiores do que o legalmente exigido, enviando, assim, sinais ao mercado, através de um pagamento de dividendos mais elevado do que os das demais empresas.

Ramos *et al.* (2014), por meio da regressão linear simples univariada, considerando quatro variáveis como *proxies* para desempenho futuro e a remuneração dos sócios como variável independente, concluiu que três das quatro variáveis escolhidas (Lucro Líquido, Retorno sobre Investimento, Receita Bruta, Retorno sobre Capital Próprio) como *proxies* para desempenho futuro apresentaram indícios da presença de conteúdo informacional na política de dividendos.

A análise conjunta dos estudos apresentados evidencia a diversidade de achados e a falta de consenso entre os pesquisadores. Além disso, destaca-se a importância do tema para a

compreensão do comportamento dos dividendos como ferramenta sinalizadora em diferentes mercados e períodos.

A escolha do tema política de dividendos como objeto de estudo também pode ser compreendida pela afirmação de que a distribuição de dividendos traz consigo um importante conteúdo informacional, já que os potenciais investidores podem diferenciar, entre duas empresas com lucros elevados, aquela que tem lucros mais sólidos ou anormais, por meio da simples análise de suas políticas de dividendos (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; NACEUR; GOAIED; BELANES, 2006).

Considerando-se a contextualização apresentada anteriormente, e no intuito de ampliar o conhecimento acerca de política de dividendos especificamente no cenário brasileiro, procura-se, com o presente estudo, à luz da Teoria da Sinalização, obter informações teórico-empíricas sobre o tema, na busca de respostas para o seguinte questionamento: Qual a relação entre a distribuição de dividendos e o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa?

Portanto, à luz da Teoria da Sinalização, e tomando por base os achados de estudos anteriores, a presente pesquisa adota a hipótese de que: Os dividendos distribuídos atuam como ferramenta de sinalização sobre o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa.

Para responder à questão proposta, o presente estudo se desenvolve na perspectiva de atender ao objetivo geral de investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa. Para ajudar na consecução desse objetivo, foram delineados alguns objetivos específicos, a saber: i) caracterizar as empresas listadas na BM&FBovespa em termos das variáveis explicativas e dependentes escolhidas; ii) traçar um panorama das políticas de dividendos adotadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa; e iii) verificar se as mudanças de dividendos distribuídos são reconhecidas pelo mercado como ferramenta sinalizadora da persistência das mudanças de desempenho futuro.

A pesquisa foi estruturada em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda traz o referencial teórico, abordando de forma preliminar as questões envolvendo a política de dividendos, e, na sequência, analisando as diversas teorias que fundamentam o pagamento de dividendos. A terceira seção trata do enquadramento metodológico e dos procedimentos para

a coleta e análise dos dados. Na quarta seção, são apresentados os resultados da pesquisa, seguindo-se uma seção com as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Inicialmente, foi procedida uma revisão bibliográfica, discutindo-se acerca da política de dividendos, mediante exposição do seu conceito e abordagens na sua forma mais ampla, e ainda se expuseram as teorias que procuram esclarecer o comportamento das empresas quanto a políticas de dividendos. Em seguida, apresentou-se o cenário brasileiro sobre políticas de dividendos, e, posteriormente, listaram-se os estudos empíricos anteriores que auxiliaram no desenvolvimento da presente pesquisa.

2.1 Política de dividendos e suas teorias

Antes de se falar em política de dividendos, há que se abordar o mercado de capitais, por se tratar de importante fonte de crescimento econômico de um país. Através do sistema de distribuição de valores mobiliários, esse mercado proporciona liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabiliza o seu processo de capitalização.

Pinheiro (2009) cita quatro razões principais da importância do mercado de capitais para o crescimento econômico, a saber: o aumento das alternativas de financiamento das empresas, a redução do custo global de financiamento, a diversificação e distribuição do risco entre os aplicadores e a democratização do acesso ao capital.

Não só para as companhias listadas nas bolsas de valores é interessante a existência de um mercado de capitais forte, mas também para os seus acionistas. O retorno ao acionista que investe no mercado de capitais é obtido, basicamente, através de ganho de capital, ou por meio da política de dividendos, mais especificamente da distribuição dos dividendos.

Due (1963 *apud* MATOS FILHO, 1974) explica que o ganho de capital consiste em todo e qualquer aumento no valor de renda de uma propriedade, exceto o lucro na comercialização de bens comprados e vendidos como atividade comercial. Correlacionando, no contexto do mercado de capitais, o ganho de capital seria então a diferença entre o valor de compra e o valor de venda das ações.

Assaf Neto (2008) esclarece que a política de dividendos consiste na implementação de uma deliberação tomada pela administração da empresa com relação à parcela do Lucro Líquido a ser retida, e, conseqüentemente, com relação à parcela a ser distribuída aos

acionistas. Para Ross, Westerfield e Jordan (2008), a política de dividendos de uma empresa é uma decisão entre reter lucros e distribuí-los como dividendos.

A política de dividendos consiste nas determinações elaboradas pela administração da companhia com relação às decisões sobre como e quanto destinar da parcela distribuível do Lucro Líquido ajustado (chamada de dividendos) a seus acionistas ou retê-la na companhia, sendo essa política baseada nas regras impostas pela legislação, como também nas melhores práticas contábeis sugeridas nos normativos contábeis. A política de dividendos está associada às ideias de reinvestimento de recursos excedentes, para crescimento da própria empresa, e de remuneração de recursos anteriormente aplicados pelos acionistas.

Consequentemente, os dividendos são parcelas do resultado distribuídas com os acionistas, respeitando-se o mínimo obrigatório definido no estatuto social ou, quando este for omissivo, o mínimo legalmente estabelecido (BM&FBOVESPA, 2012). Ross (2010) diz que dividendo é a distribuição do lucro em dinheiro. Para Iudícibus *et al.* (2010), os dividendos são também um retorno mais imediato do capital investido pelo acionista.

Ainda sobre a política de dividendos, inúmeros pesquisadores convergem na opinião de que a prática é essencial nas finanças corporativas. Para Ross, Westerfield e Jordan (2008), os dividendos são um assunto de suma importância nas finanças corporativas, pois representam um grande desembolso de caixa, impactando sobremaneira os disponíveis para fins de aplicação e o grau de endividamento da empresa, haja vista que se houver necessidade de investimento, mas não houver disponibilidade de recursos internos (acumulados), a organização terá que fazer uso de recursos de terceiros.

Assaf Neto (2008) também concorda que esse tipo de decisão impacta diretamente as decisões estratégicas acerca de financiamento da empresa, pois quando esta decide distribuir dividendos, está abrindo mão de investir esse recurso em seu próprio benefício, para garantir maior retorno futuro ao acionista. Loukani e Ratchusanti (2007) afirmam que a administração da empresa deve decidir se distribui dividendos em determinado ano, e que, se se decidir por pagar, irá enfrentar uma outra questão, que é a definição do valor a pagar nesse ano. Para Fiorati (2007), a política de dividendos apresenta-se como um dos pilares decisórios por parte dos gestores de finanças corporativas, juntamente com as políticas de investimento e financiamento. E, ainda, Decourt e Procianoy (2012) confirmaram empiricamente, através do envio de questionário aos CFOs de 271 empresas, que a política de dividendos é uma decisão

importante para todos os respondentes, e que estes manifestam a sua importância para todos os *stakeholders*.

A Figura 1 reúne de maneira esquemática os parâmetros a se levar em conta no momento de se tomar decisões relacionadas a finanças corporativas, investimento, financiamento e dividendos.

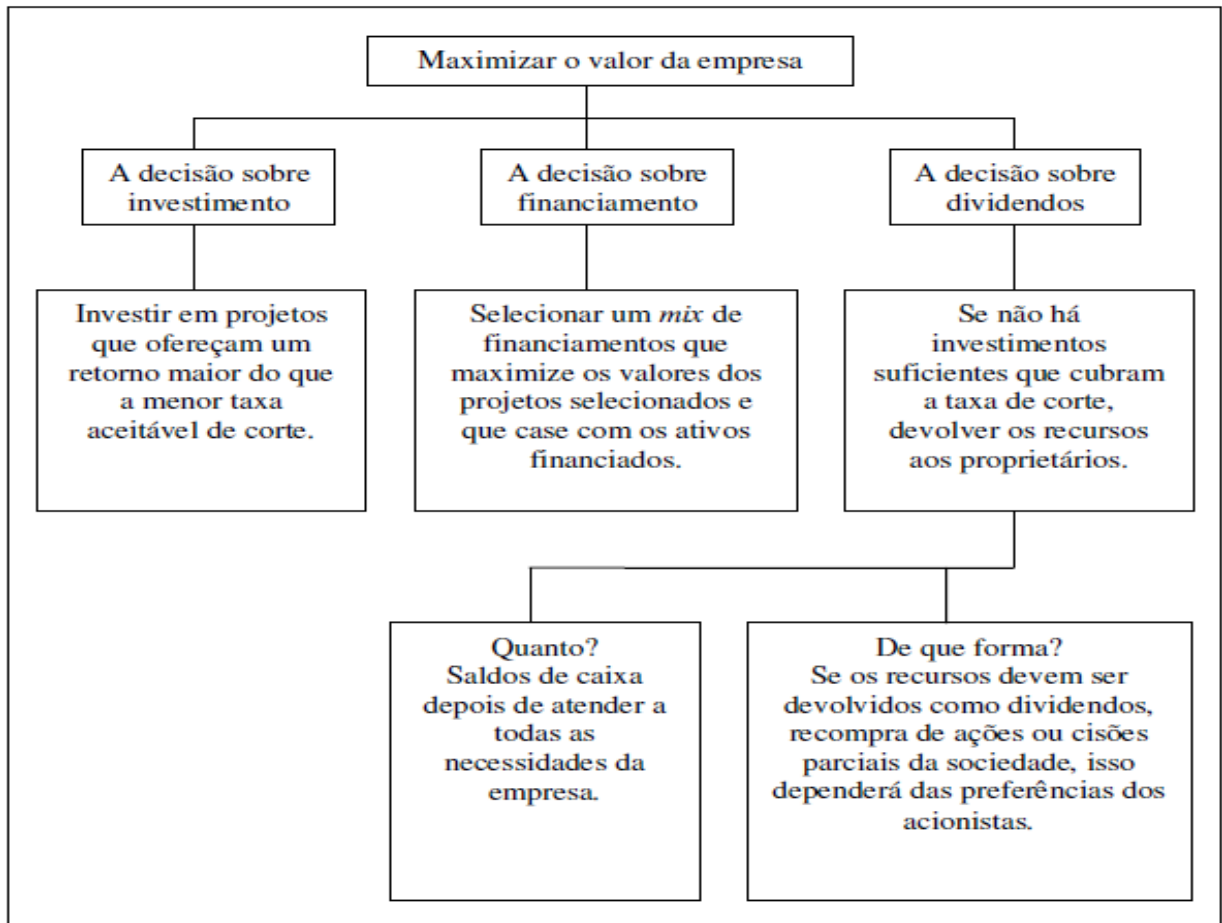


Figura 1 – O princípio fundamental das finanças corporativas

Fonte: Damodaran (2002).

Diante dos resultados das pesquisas aqui expostas, conclui-se que é conveniente estudar as teorias desenvolvidas ao longo do tempo, a fim de justificar o comportamento da política de dividendos, seja no cenário internacional ou no contexto brasileiro.

Concomitantemente aos autores anteriormente citados sobre a convergência de opiniões quanto à importância da política de dividendos, incontáveis outros pesquisadores discordam entre si sobre o mesmo assunto. As divergências ocorrem desde que o polêmico estudo de Miller e Modigliani (1958) conclui ser a política de dividendos irrelevante, refutando o pensamento conservador predominante à época, de Gordon (1959) e Lintner

(1956). Por conseguinte, não houve consenso sobre qual fundamentação ou teoria mais adequada exprimiria a relevância da política de dividendos, sendo as mais abordadas no campo das finanças, além da Teoria da Irrelevância dos Dividendos, a Teoria do Pássaro na Mão, a Teoria da Preferência Tributária, o Efeito Clientela dos Dividendos, a Teoria da Agência e a Teoria das Informações Assimétricas e os Sinais ao Mercado, ou Teoria da Sinalização.

Desde meados do século passado, e em distintos mercados, essas e outras teorias vêm sendo discutidas, na tentativa de se identificar por que as empresas pagam dividendos, mantêm-nos, incrementam-nos ou os diminuem (DAMODARAN, 2002; GORDON, 1959; LINTNER, 1956; JENSEN e MECKLING, 1976; MILLER; MODIGLIANI, 1958, 1961; SPENCE, 1973; WATTS, 1973).

2.1.1 Teoria da Relevância dos Dividendos ou Teoria do Pássaro na Mão

Precusores da discussão sobre a relevância da política de dividendos, Gordon (1959) e Lintner (1956), pensadores da corrente tradicional ou conservadora, defendiam que o retorno ao acionista diminui na proporção em que aumenta a distribuição de dividendos, porque os investidores preferem receber dividendo presente, a uma incerteza de ganho de capital no futuro. Tais argumentos ficaram conhecidos como a Teoria do Pássaro na Mão.

Sobre a Teoria do Pássaro na Mão, Nascimento, Galdi e Nossa (2011, p. 107) comentam que “essa teoria afirma que vale mais um dividendo certo (sem risco) do que um ganho de capital incerto (alto risco)”. Segundo Ross (2010), essa teoria defende que uma política de dividendos elevados contribui para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e a eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes.

Lintner (1956) investigou o comportamento da política de dividendos, através da análise de 600 empresas com ações negociadas em bolsa, das quais escolheu algumas para aprofundar o estudo, no período de 1947 a 1953. O estudo de Lintner (1956) sobre a determinação de dividendos é resumido em quatro pontos principais, segundo Brealey e Myers (2008):

- 1) Existe um objetivo de longo prazo para distribuição de dividendos, o qual se pode denominar *dividend ratio* ou “dividendo-alvo”. De maneira geral, as empresas

maduras em mercados maduros apresentam taxas de lucro mais estáveis, distribuindo mais dividendos. Por outro lado, as empresas em fase de crescimento apresentam uma proporção menor de distribuição de dividendos em relação ao lucro.

- 2) Os gestores e o mercado dão mais importância a variações no montante de dividendos do que ao nível absoluto do dividendo disponibilizado.
- 3) As alterações em dividendos procuram acompanhar as expectativas de resultados de longo prazo, razão pela qual evitam flutuações bruscas. Tal proposição ficou conhecida como “suavização” de dividendos.
- 4) Os gestores são conservadores quanto a mudanças nas políticas de dividendos vigentes. Isso causa rigidez nas políticas, com eventual dificuldade de cancelamento de dividendos.

A partir desses pontos, Lintner (1956) desenvolveu o seguinte modelo:

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it}$$

Sendo que:

$$D^*_{it} = r_i P_{it}$$

Onde:

ΔD_{it} = Variação nos dividendos

a_i = Constante

D^*_{it} = Valor ótimo de dividendo

r_i = Percentual de distribuição de proventos

P_{it} = Lucros do período

$c_i (D^*_{it} - D_{i(t-1)})$ = Velocidade de ajustes dos dividendos com relação ao aumento dos lucros

u_{it} = Margem de erro

Mesmo sem considerar em seu modelo as expectativas futuras dos determinantes da política de dividendos, seu grande mérito foi criar os fundamentos para o entendimento de que o comportamento dos gestores baseado em experiências passadas determina decisões quanto aos dividendos.

No mesmo sentido, Gordon (1959) verificou que a política de dividendos é relevante para influenciar a cotação das ações, na medida em que o risco de uma ação diminui com o aumento dos dividendos. Para tanto, utilizou dados de 164 empresas dos segmentos químico, alimentos, aço e maquinário, entre 1951 e 1954.

A lógica do modelo de Gordon (1959) prevê que o valor de uma ação deriva do fluxo descontado de dividendos futuros. Sendo assim, tem-se que:

$$P = D / k - g$$

Onde:

P = Valor corrente das ações

D = Dividendos

k = Taxa de desconto

g = Taxa de crescimento de dividendos, em perpetuidade, que deriva da taxa de reinvestimento de lucros, com remuneração através de uma taxa média de retorno

Baseando-se nos comportamentos dos agentes econômicos, Gordon (1959) acreditava que um retorno em forma de dividendos é certo, mas em forma de ganhos de capital é arriscado, de modo que a incerteza aumenta de acordo com a distância no futuro em que os dividendos serão recebidos. Esse pensamento ficou mundialmente conhecido como a Teoria do Pássaro na Mão, ou seja, como diz o provérbio: “mais vale um pássaro na mão do que dois voando”.

A partir do entendimento de que a incerteza aumenta de acordo com a distância no futuro em que os dividendos serão recebidos, o modelo de Gordon (1959) pode ser definido como:

$$P = \frac{D_1}{(1+k_1)} + \frac{D_2}{(1+k_2)} + \dots + \frac{D_t}{(1+k_t)}$$

Os achados de Gordon (1959) evidenciaram o fator de percepção de risco como parte das decisões voltadas para a política de dividendos. Contudo, suas conclusões sofreram diversas críticas, inclusive de Modigliani e Miller (1961), os quais alertavam para a confusão que Gordon (1959) fazia entre política de dividendos e política de investimento.

2.1.2 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

A política de dividendos tornou-se um dos temas mais controversos desde que o polêmico estudo de Miller e Modigliani (1958) concluiu que as políticas de dividendos são irrelevantes, por não serem capazes de alterar o valor de mercado da empresa, num cenário de mercado de capitais perfeito, em que não há impostos, nem corretagens, e as transações dos participantes não são capazes de afetar os preços de mercado dos títulos. Para Miller e Modigliani (1958), o que importava era o potencial de criação de riqueza, e não a forma como ela fosse distribuída ou retida; ou seja, nessa visão, nem as empresas nem os acionistas deveriam se preocupar com a política de dividendos.

Segundo Damodaran (2004), a ideia básica da irrelevância dos dividendos é simples. As empresas que pagam mais dividendos oferecem uma valorização menor de suas ações, mas têm de prover o mesmo retorno total para os acionistas, levando-se em conta suas características de fluxo de caixa e risco. Em contrapartida, as companhias que pagam menos dividendos deveriam oferecer maior rentabilidade em ganhos de capital.

Resumindo, o modelo de Miller e Modigliani (1958) seria assim explicitado:

$$EQ^a_0 = VP - \Delta Empr_0 - \Delta Capt_0 - DIV_0$$

Onde:

$$EQ^a_0 = VP - INV_0 = \text{Riqueza obtida pelo acionista}$$

VP = Valor presente do investimento inicial (INV_0), sendo o VP descontado por uma taxa de retorno requerida

$$\Delta Empr_0 = \text{Empréstimos captados}$$

$$\Delta Capt_0 = \text{Capital adicional}$$

$$DIV_0 = \text{Dividendos pagos}$$

A conclusão de Miller e Modigliani (1958) foi que, matematicamente, tanto na forma de dividendos pagos (DIV) como pelo retorno no projeto (VPL), a remuneração para o acionista seria indiferente, pois o valor da firma seria impactado apenas por sua política de investimentos (retorno do Ativo da empresa), e não pela forma de financiamento ou distribuição de resultado com os acionistas.

Essa pesquisa é amplamente conhecida como Teoria da Irrelevância dos Dividendos. É inegável que o estudo de Miller e Modigliani (1961) representa o pilar sobre o qual se desenvolveu toda a análise de dividendos. Contudo, considerando-se que o mercado perfeito

ainda está distante da realidade atual, desde então os estudiosos também vêm procurando entender a política de dividendos sob novas óticas.

Para DeAngelo e DeAngelo (2006), a política de dividendos não é irrelevante, nem tampouco a política de investimento é a única determinante do valor da empresa em um mercado perfeito. Segundo os autores, é inegável a colaboração da teoria de Modigliani e Miller (1958; 1959; 1961) para a construção do conhecimento envolvendo finanças corporativas, mas a escolha entre reter lucros e pagar dividendos não pode ser reduzida à simples ideia de fatiar uma pizza, como sugeriram Modigliani e Miller (1958).

Tanto que, posteriormente, Miller e Modigliani (1961) continuaram seus estudos sobre o assunto, agregando aspectos importantes que alterariam a concepção originalmente utilizada de “mercado perfeito”. Ambos estudaram os efeitos de impostos sobre a política de dividendos. E ainda seus estudos posteriores também abordam o conteúdo informacional embutido na política de dividendos.

2.1.3 Teoria da Preferência Tributária

Uma das diferenças entre o mercado perfeito idealizado por Miller e Modigliani (1958) e a realidade econômica consiste na existência de impostos incidentes sobre a remuneração obtida pelo acionista, seja na forma de dividendos ou em ganhos de capital. Portanto, baseando-se no fato de que nos EUA os dividendos estão sujeitos a uma tributação mais onerosa, comparativamente aos ganhos de capital, (DAMODARAN, 2002), a Teoria da Preferência Tributária defende a distribuição mínima de dividendos.

Na tentativa de se proteger da tributação, há uma tendência de que os acionistas, nesse contexto, prefiram as empresas que retenham mais o lucro, em vez de distribuí-lo (GARCIA, 2009; MOREIRAS; TAMBOSI FILHO).

A Teoria da Preferência Tributária centra-se na argumentação de que, havendo taxaação de impostos de forma diferenciada sobre ganhos de capital e dividendos, os acionistas tenderão a ficar com a opção que lhes trazer menos encargos tributários. Os dividendos serão indesejáveis se forem mais pesadamente taxados quando comparados a ganhos de capital. Até mesmo se a taxaação for igual para ambos, haverá preferência pelo não recebimento dos dividendos, já que nesse caso há o benefício da postergação do pagamento do imposto (BUENO, 2000).

Em cenários onde os dividendos sofrem algum tipo de tributação, a exemplo dos EUA, Poterba e Summers (1985 *apud* LA PORTA *et al.*, 2000) comentam que os economistas estão divididos quanto aos efeitos dos impostos na valorização dos dividendos. La Porta *et al.* (2000) comentam sobre a tradicional visão que considera a alta tributação dos dividendos um forte impeditivo do pagamento de dividendos.

Há duas objeções importantes para essa visão tradicional. Uma delas, levantada por Miller e Scholes (1978), afirma que os investidores têm acesso a uma variedade de estratégias de evasão fiscal de dividendos, o que lhes possibilita escapar efetivamente dos impostos. A outra objeção, a chamada nova visão de dividendos e impostos, defendida por Auerbach (1979 *apud* LA PORTA *et al.*, 2000) e King (1979 *apud* LA PORTA *et al.*, 2000), sustenta que o dinheiro deve ser pago como dividendos, mais cedo ou mais tarde, e que, portanto, pagar mais cedo na forma de dividendos correntes não impõe uma maior carga fiscal sobre os acionistas. Segundo essa teoria, os impostos não impedem o pagamento de dividendos.

Pode-se dizer que a questão tributária é um dos principais determinantes do efeito clientela. Isso remete a outra abordagem perante a política de dividendos. A de que, de acordo com a política de dividendos de cada companhia, haverá investidores que com ela se identificam e aqueles que dela não se agradam. Conseqüentemente, surgiu a hipótese do efeito clientela.

2.1.4 Efeito Clientela dos Dividendos

Entrando na seara do efeito clientela, este surge da preferência do acionista por um tipo de remuneração oferecida pelas companhias que combine com suas necessidades de liquidez. Alguns investidores terão pouca necessidade de liquidez imediata, outros terão a receita de dividendos como principal fonte de renda, alguns serão pessoas físicas e outros serão pessoas jurídicas. Conseqüentemente, tal situação leva à ocorrência do chamado efeito clientela, pois cada tipo de política de dividendos atrai uma clientela específica.

Ehrhardt e Brigham (2012) pontuam que diferentes grupos ou clientelas de acionistas com preferências específicas por políticas de dividendos encontrarão as empresas que praticam aquelas que atenderão às suas demandas.

Ross (2010) relaciona o tipo de clientela com a política-alvo, de modo que as pessoas físicas em faixa de imposto elevado preferem investimentos com dividendos nulos ou baixos;

as pessoas físicas em faixa de imposto baixo desejam dividendos baixos e médios; e os dividendos médios são de interesse das instituições isentas de imposto, diferentemente das pessoas jurídicas, que desejam dividendos elevados. Essas preferências geralmente são ligadas a tributação dos dividendos, redução de incertezas e preferência por rendimentos correntes.

Por outro lado, o efeito clientela pode ser abordado sob a visão interna da empresa. Segundo Gitman (2001), uma empresa atrai acionistas cujas preferências relacionadas ao pagamento e à estabilidade dos dividendos correspondem ao padrão de pagamento e estabilidade da empresa em si.

Ainda há outra preocupação perante os impactos do efeito clientela, haja vista que uma decisão de política financeira (captação de recursos via ingresso de novos acionistas) correlaciona-se com as decisões estratégicas para o futuro da empresa, já que a entrada de novos acionistas afetará sua estrutura de propriedade.

Em suma, o efeito clientela na política de dividendos reconhece que há impostos e outras imperfeições no mercado de capitais, como o custo de transação e os diferentes impostos para cada agente. Dessa forma, as empresas com políticas específicas irão atrair diferentes públicos (LEE, 2010).

2.1.5 Teoria da Agência

A Teoria da Agência descreve os problemas causados nas empresas em que propriedade e administração não se confundem. O principal problema é o conflito entre agentes (pessoas contratadas para realizar serviços com poder de decisão) e principais (detentores da propriedade da firma que delegam o poder de decisão aos agentes), devido à divergência de objetivos entre os dois grupos (JENSEN; MECKLING, 1976).

Consequentemente, pagar dividendos para diminuir o fluxo de caixa livre ao alcance de gestores constitui instrumento dos acionistas para evitar que tal recurso seja utilizado em benefício desses gestores, ou utilizado em projetos sem eficácia estratégica para a empresa. Tem sido prática amplamente pesquisada o pagamento de dividendos para mitigar os conflitos de interesses entre acionistas e gestores (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003; BOHREN; JOSEFSEN; STEEN, 2012; HARADA; NGUYEN, 2011).

Ross (2010) resume que uma política de dividendos elevados contribui para a redução dos custos de agência entre acionistas e administradores e para a eliminação da incerteza do recebimento no futuro, além de atender à preferência dos investidores por dividendos correntes.

Dessa forma, Martins e Fama (2012) concluem que o pagamento de dividendos teria o condão de reduzir o conflito de agência, já que diminui o volume de recursos à disposição dos gestores.

Portanto, a Teoria da Agência se preocupa justamente com o conflito entre acionistas (externos à empresa) e gestores (que estão dentro da empresa e dispõem de informações privilegiadas), num contexto de separação entre propriedade e controle, partindo do pressuposto de que cada parte objetiva maximizar seus próprios interesses.

2.1.6 Teorias *Trade-off* e *Pecking Order*

A Teoria *Pecking Order* considera a existência de uma hierarquia no uso de fontes de recursos, enquanto a Teoria *Trade-off* sugere a existência de uma estrutura ótima de capital a ser perseguida pela empresa.

Para Fama e French (2002), a Teoria *Trade-off* implica a escolha, pela empresa, da estrutura ótima de capital, considerando os benefícios fiscais e os custos associados à contratação da dívida. Implica também decidir qual montante de dívida proporcionará resultado vantajoso, considerando os custos e as vantagens associados ao negócio. No que diz respeito aos dividendos, os autores advertem que o raciocínio é similar, pois a sua distribuição está relacionada aos custos e benefícios envolvidos no valor desembolsado.

Os custos financeiros empresariais são os mais diversos. Compreendem aqueles associados à emissão de novas ações e aqueles resultantes da posse das melhores informações sobre a real situação financeira da empresa pelos gestores. Devido a esses e outros custos financeiros, a Teoria *Pecking Order* preconiza que as empresas seguem uma hierarquia racional para o uso dos recursos que oferecem menor custo financeiro, a saber: lucros retidos, dívida de longo prazo, dívida de curto prazo e Patrimônio Líquido (FAMA; FRENCH, 2002). O pagamento de dividendos está associado aos recursos com menor custo financeiro. O lucro tem se apresentado como um fator preponderante para o pagamento de dividendos, pois, além

de oferecer menor custo financeiro para a empresa, considera-se bastante natural que a empresa não recorra a dívida para distribuir riqueza com os acionistas.

O pagamento de dividendos envolve a decisão relacionada aos benefícios fiscais, considerando-se que em alguns países os dividendos não são tributados, ao passo que se tributam os ganhos de capital, constituindo-se em objeto de estudo da Teoria *Trade-off*. Fama e French (2002), por exemplo, pesquisaram os efeitos das duas teorias sobre a política de dividendos praticada pelas organizações. Os autores consideram que, de acordo com as duas teorias, as empresas mais rentáveis e menos propensas a realizar investimento pagarão maiores parcelas de dividendos. Dentre outros achados, verificaram ainda que as empresas mais rentáveis e menos alavancadas pagam mais dividendos, o que é compatível com a Teoria *Pecking Order*. Em linhas gerais, os pesquisadores consideraram que a Teoria *Trade-off*, que é mais apropriada para explicar os fatores determinantes da estrutura de capital, também pode ser associada aos fatores determinantes da política de dividendos.

2.1.7 Teoria Residual dos Dividendos

A Teoria Residual dos Dividendos, estabelecida por Modigliani e Miller (1958) e posteriormente revista por Jensen (1986) sob a denominação Teoria do *Free Cash Flow*, discute a mensuração daquilo que a empresa pode devolver como excesso de caixa.

Segundo Gitman e Madura (2003), a Teoria Residual dos Dividendos preconiza que o pagamento de dividendos deve ser percebido como um resíduo. Constitui saldo remanescente do fluxo de caixa que cobriu todas as oportunidades de investimentos aceitáveis. Para essa corrente, nenhum dividendo será pago enquanto as necessidades de capital da empresa forem maiores que o lucro retido.

Gitman e Madura (2003) fundamentaram-se na teoria residual que explica o pagamento de dividendos pelas empresas somente após considerar: (a) o orçamento ótimo de capital; (b) que o capital próprio deverá financiar esse orçamento; (c) o uso de lucros reinvestidos para financiar esse capital; e (d) que em caso de excedente, após considerar esses pressupostos, realiza o pagamento de dividendos a partir desse fluxo residual.

Miller e Modigliani (1958) recomendam que, caso a entidade possua projetos com valor presente líquido positivo, a distribuição de dividendos deverá se limitar ao valor que excede o montante necessário para financiar tais projetos.

2.1.8 Teoria do Ciclo de Vida (Lifecycle)

A decisão sobre a política de dividendos pode levar em conta o estágio relacionado ao ciclo de vida da organização. No período inicial de suas atividades, a empresa pode ser levada a pagar poucos dividendos, pois nesse estágio as demandas relacionadas aos investimentos excedem a geração de fluxo de caixa livre interno. À medida que a empresa amadurece, o fluxo de caixa livre excede as demandas por investimento, e o caixa residual é utilizado para pagamento de dividendos, o que evita gastos em benefício dos diretores (custo de agência). Em geral, as empresas mais maduras, com poucas oportunidades de investimento, são mais propensas ao pagamento de dividendos (DENIS; OSOBOV, 2008).

Alguns autores reconhecem a importância do ciclo de vida da organização na sua política de dividendos, ao utilizar a maturidade para descrever as suas teorias, a exemplo de Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) e La Porta *et al.* (2000), que concluíram pela importância da fase do ciclo de vida nas oportunidades de investimento e nas decisões sobre investimento e sobre dividendos. Holt (2003) concluiu que o comportamento financeiro das empresas pode ser caracterizado em termos de um modelo de ciclo de vida.

Gup e Agrawal (1996) apontam o ciclo de vida da empresa como uma ferramenta realista e dinâmica no estudo das políticas financeiras corporativas, e, ainda, identificaram algumas características financeiras que podem ser determinantes nas diversas fases da vida da organização, como mostra o Quadro 1.

Quadro 1 – Resumo das características financeiras nas diversas fases do ciclo de vida

Fase/ Variável	Nascimento	Expansão	Maturidade	Declínio
Fluxos de caixa	Negativo	Positivo baixo	Positivo / Aumenta	Positivo / Diminui
Endividamento	Baixo	Aumenta	Elevado	Diminui
Rentabilidade	Perdas	Lucros	Lucros (começam a diminuir)	Diminuição do lucro ou prejuízo
Investimento	Elevado	Moderado	Reduzido	Inexistente
Política de dividendos	Inexistente	Reduzida (com tendência para aumentar)	Aumenta a distribuição de resultados	Elevada até iniciar prejuízos

Fonte: Gup e Agrawal (1996).

O Quadro 1 mostra as quatro fases do ciclo de vida da empresa e cinco variáveis principais de cunho financeiro mensuráveis em cada fase. A política de dividendos, por exemplo, base desta pesquisa, numa empresa em fase de crescimento deveria ser quase

inexistente, devido ao negativo fluxo de caixa gerado por suas atividades, quando há um grande esforço da administração para consolidar as operações da entidade, preferindo-se reinvestir no negócio a distribuir dividendos. O contrário ocorre quando a empresa já se encontra na maturidade.

A Teoria da Sinalização, em virtude de ter sido eleita a norteadora desta pesquisa para fundamentar como os dividendos podem ser usados como ferramenta de sinalização ao mercado, é explanada de forma mais ampla no tópico a seguir.

2.2 Teoria da Sinalização – Informação assimétrica e conteúdo informacional

A Teoria da Sinalização pode ser abordada sob duas óticas: a de que há informação assimétrica presente no mercado e a própria presença do conteúdo informacional implícita no objeto de estudo. Primeiramente, faz-se a abordagem da citada teoria, que em seguida será correlacionada com a política de dividendos, no tópico 2.2.1. A Figura 2 ilustra o relacionamento entre a Teoria da Sinalização e os dividendos.

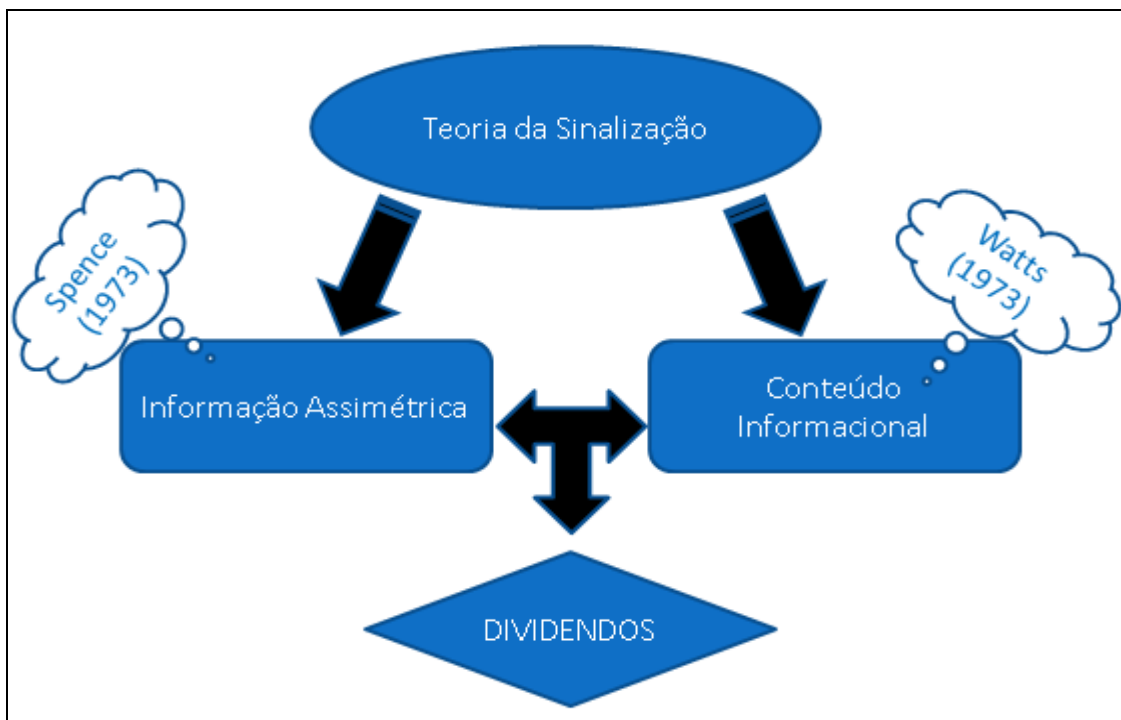


Figura 2 – Vertentes da Teoria da Sinalização e os dividendos
Fonte: Elaborada pela autora.

A Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973) foi inicialmente desenvolvida para explicar os problemas no mercado de trabalho decorrentes da assimetria de informação, modelando educação enquanto ferramenta de sinalização para o mercado de trabalho. Desde então, tem sido aplicada em diversos campos de estudo, como, por exemplo, *marketing* (KIRMANI;

RAO, 2000), auditoria (BAR-YOSEF; LIVNAT, 1984), comércio internacional (SHY, 2000); direito (FARBER, 2002), antropologia (BIRD; SMITH, 2005), governança corporativa (BHAT, 2006; BLACK, 2006; DALMÁCIO, 2009), abertura de capital (CERTO, 2003) e risco (DIONNE; OUEDERNI, 2011; GRULLON; MICHAELY; SWAMINATHAN, 2002), sendo mais amplamente abordada nas finanças, quanto ao nível de dívida das empresas (HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS; MAJLUF, 1984; ROSS, 1977), e, ainda, em relação às políticas de dividendos das companhias (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; FIORATI, 2007; FONTELES *et al.*, 2012; FULLER; BLAU, 2010; GRULLON *et al.*, 2003; LA PORTA *et al.*, 2000; NISSIM; ZIV, 2001; RAMOS *et al.*, 2014).

A Teoria da Sinalização trata dos problemas de assimetria informacional nos mercados, e procura demonstrar como ela pode ser reduzida com a sinalização de mais informações. Apesar de essa teoria ter sido desenvolvida no mercado de trabalho, a sinalização é um fenômeno geral aplicável em qualquer mercado com assimetria informacional (MORRIS, 1987).

Akerlof (1970) explica que quando há assimetria informacional entre os agentes econômicos, pode haver comprometimento do volume de negócios realizados no mercado, pois, nesse ambiente de incerteza, em que o comprador tem dificuldade de diferenciar os produtos bons dos ruins, provavelmente não haverá negociação, sendo esses agentes econômicos a parte informada e a parte desinformada.

Stiglitz (2002, p. 469) explicita com mais detalhes o que seria a assimetria informacional:

[...] pessoas diferentes sabem coisas diferentes. Empregados sabem mais de suas habilidades do que os empregadores; a pessoa que adquire um seguro de vida tem mais conhecimento da sua saúde do que a seguradora (por exemplo, se abusa do cigarro e de bebidas alcólicas). Similarmente, o proprietário de um veículo entende mais do seu carro do que um potencial comprador; o empresário conhece mais da empresa do que um investidor potencial; o tomador de crédito sabe mais do risco do seu projeto do que o credor; e assim por diante. **(tradução livre)**

Consequentemente, devido ao caráter de privacidade de algumas informações, as assimetrias informacionais surgem entre os detentores da informação e aqueles que poderiam aperfeiçoar suas decisões, caso a detivessem (CONNELLY *et al.*, 2011).

Na formulação da Teoria da Sinalização, Spence (1973) utilizou o mercado de trabalho para modelar o papel sinalizador de fatores como educação, experiência de trabalho,

raça, sexo e outras características que distinguem os indivíduos nesse mercado. Ou seja, seu modelo apresenta uma sistematização conceitual sobre o poder da sinalização da educação, argumentando que muitas características de indivíduos podem ser predeterminadas pelos empregadores, facilitando assim a tomada de decisões.

Vários estudiosos buscam a perfeita definição para o que objetiva a Teoria da Sinalização, e a maioria das definições tende para o conceito de que se trata de uma teoria explicativa dos problemas de assimetria informacional, como defendido por Spence (1973).

A segunda vertente sobre a Teoria da Sinalização seria a do conteúdo informacional presente num objeto de estudo. O conteúdo informacional vai além da correspondência entre mensagem e mundo. Por meio do exemplo de uma situação fictícia, Dretske (1981) ilustra como o conteúdo informacional de uma mensagem depende também do conjunto de informações acumuladas no destino das informações: em uma mesa há três conchas enfileiradas, e sob uma delas está escondido um amendoim. Dois indivíduos, A e B, criam um jogo cujo vencedor é quem descobre primeiro em qual delas está escondido o amendoim. Suponhamos que o indivíduo A, mas não o B, saiba que o objeto não está nas duas primeiras conchas. O ato de levantar a terceira concha carrega para o indivíduo A, mas não para o indivíduo B, o conteúdo informacional da localização do amendoim.

Nessa tentativa de conceituar a Teoria da Sinalização, há uma mistura entre o ato de sinalizar e a ferramenta para atingir esse fim: os sinais.

Sobre o ato de sinalizar, Milgron e Roberts (1992) explicam que se trata de uma tentativa, por parte de certos indivíduos, de comunicar suas informações privadas de modo crível. Para Rasmusen (1994), a sinalização é um modo pelo qual um agente comunica seu tipo sob seleção adversa, ou seja, antes que o contrato seja firmado, conceito esse fundamentado na formulação original de Akerlof (1970), *Market for lemons*, conhecida como o problema dos limões.

Quanto à ferramenta utilizada para a sinalização (os sinais), Spence (1973) conceitua que são atividades ou atributos dos indivíduos num mercado em que, por estruturação ou por acidente, alteram as crenças, transmitindo informações a outros indivíduos no mercado.

Segundo Macho-Stadler e Perez-Castrillo (1997), o sinal pode ser uma atividade ou uma decisão que mostra que o agente tem determinadas habilidades ou características, ou até

pode deter informações, sendo o agente em questão pertencente a um certo subconjunto da população.

Com uma visão diferenciada para explicar esses sinais, Varian (2000) informa que a sinalização ocorre quando há seleção adversa ou perigo moral, e que, conseqüentemente, os agentes desejam investir em sinais que os diferenciem dos demais.

Weston e Copeland (1992, p. 674) consideram que, para ser útil e confiável, um sinal deve atender às seguintes condições:

1. a gerência deve ter um incentivo para enviar sinais verdadeiros ao mercado; 2. os sinais de firmas com sucesso não podem ser facilmente imitados por concorrentes sem sucesso; 3. os sinais devem estar correlacionados positivamente com os eventos observáveis; e 4. a gerência deve escolher o método mais barato e efetivo para enviar sinais ao mercado.

Vale ressaltar que os agentes sinalizadores somente irão sinalizar uma informação privada se sua utilidade for maior, enfim, se o custo for menor que o benefício. Varian (2000) alerta que o investimento em sinais pode ser um benefício do ponto de vista privado, mas um desperdício do ponto de vista público.

Sendo os sinais positivos, úteis e, ainda, minimizadores de assimetria informacional, nada adiantará se eles forem copiáveis, já que não serão suficientemente eficientes para diferenciar os indivíduos, tornando, assim, a tomada de decisão, de certa forma, irracional.

Nesse sentido, o *insight* fundamental de Spence (1973) foi de que a sinalização só poderia funcionar se os custos correspondentes fossem suficientemente diferentes entre aqueles que enviam os sinais (*senders-single crossing property*). Em outras palavras, a sinalização seria diferenciada em relação ao seu dispêndio, e os custos de sinalização seriam maiores para as partes que tivessem habilidades insuficientes, desmotivando-as de investir em sinais, tornando-os críveis para a parte recebedora da informação.

A Teoria da Sinalização ajuda a analisar situações entre duas partes: a parte interessada, que deseja sinalizar alguma característica particular e observável à outra parte, que é a tomadora de algum tipo de decisão. Portanto, a sinalização é toda ação praticada por um agente (parte informada – nesse caso, a empresa) para revelar à outra parte (parte desinformada – nesse caso, os investidores ou futuros investidores) informações privadas (os sinais – os dividendos) que sejam úteis para subsidiar tomada de decisão (investir em determinada companhia).

É de se esperar que muitas empresas decidam sinalizar para o mercado, seja devido a alguma assimetria de informação ou mesmo apenas para exprimir determinadas características, com o intuito de maximizar seus retornos/resultados, através da mudança nas políticas de dividendos, ou seja, aumentando a sua distribuição de lucros com os acionistas.

2.2.1 Dividendos e a Teoria da Sinalização

Como dito no início do tópico anterior, além de sua aplicação em diversos campos de estudo, desde a antropologia até as finanças, a Teoria da Sinalização tem sido frequentemente utilizada nesta última disciplina, em que os pesquisadores examinam o valor dos sinais produzidos pela companhia ao distribuir seus dividendos e/ou seu conteúdo informacional. Portanto, é no campo das finanças, mais especificamente sobre como os dividendos podem transmitir, intencionalmente ou não, informações ao mercado, que esta pesquisa embasar-se-á na Teoria da Sinalização.

A seguir, apresenta-se a aplicação dos pressupostos da Teoria da Sinalização no mercado de capitais, especificamente sob a vertente do conteúdo informacional, com o objetivo de se discutir como a política de dividendos pode representar uma sinalização para o mercado.

O estudo de Lintner (1956) embutiu a crença de que os dividendos sinalizam resultados futuros que persiste ao longo dos anos nos Estados Unidos. Através da criação de seu modelo, o autor examinou os padrões de distribuição de lucros pelas empresas, e concluiu que os gestores financeiros possuem alguma proporção desejada entre lucro e dividendos, para um período de longo prazo. O autor também observou que os administradores tendem a suavizar as alterações do nível de dividendos em relação às alterações no nível do lucro, assim como tendem a elevar os níveis dos dividendos somente se se sentirem confortáveis sobre os resultados futuros da empresa.

Miller e Modigliani (1959) sugeriram que o valor da firma depende da sua perspectiva futura de lucro, e não dos lucros correntes. E que se os lucros consistem de permanentes e transitórios componentes, e, ainda, se os dividendos dependem dos lucros, logo, os dividendos poderiam servir como substitutivo para a rentabilidade futura, de modo que tal relação serviria para explicar os estudos transversais.

Essa relação hipotética foi rotulada por Miller e Modigliani (1959) de “conteúdo informacional dos dividendos”.

Posteriormente, em outra pesquisa também sobre política de dividendos, Miller e Modigliani (1961) adotaram um termo mais geral, ao expor a hipótese do conteúdo informacional. Eles afirmaram que quando uma empresa segue uma política de estabilização de dividendos, os investidores terão um bom motivo para interpretar a variação da taxa de pagamento de dividendos como uma mudança de ponto de vista da administração sobre a rentabilidade futura da empresa.

E foi através desse pensamento inicial de Lintner (1956), seguido da nova hipótese de “conteúdo informacional dos dividendos”, idealizada por Modigliani e Miller (1959, 1961), que subsequentemente foram surgindo pesquisas para testar se realmente as alterações nos dividendos trazem informações sobre a expectativa de resultados futuros, transferidas pela administração para o mercado (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; JOHN e WILLIAMS, 1985; MILLER; ROCK, 1985; NISSIM e ZIV, 2001). Em tópico adiante são apresentadas algumas pesquisas e seus resultados sobre o tema.

Para Watts (1973), o termo “conteúdo informacional dos dividendos” refere-se à hipótese de que os dividendos divulgam informações importantes sobre as perspectivas de lucros futuros da empresa, possibilitando que os investidores façam previsões mais acuradas sobre lucros futuros.

O valor dos dividendos pode ser considerado estratégico, a partir do momento em que for possível incrementá-lo, como uma maneira de transmitir sinais positivos para o mercado. De acordo com Santos (2008), a política de distribuição de dividendos reage de tal forma que, quando aumenta o valor do dividendo, o mercado tende a reagir positivamente, pois cresce a confiança na empresa; por outro lado, uma diminuição é recebida como uma má notícia acerca das perspectivas futuras.

Weston e Copeland (1992) explicam que o acréscimo nos dividendos pode ser interpretado pelo investidor como uma boa notícia, já que isso indica que a firma gerará fluxo de caixa suficiente para suportar o alto nível dos dividendos declarados.

Dividendos de sinal negativo ou não confiáveis são exemplificados por González (1998) como a diminuição no valor dos dividendos, pois, geralmente, essa situação termina afetando o preço da ação, induzindo uma queda. E no caso de uma empresa que nunca tenha pagado dividendos, mas que tenha registrado crescimentos extraordinários e altos retornos em seus projetos, ao começar a receber dividendos, seus acionistas podem interpretá-los como um sinal de que os projetos da firma não são tão lucrativos como no passado.

A questão básica referia-se à forma como as empresas sinalizam para o mercado, da maneira correta, informações sobre seu desenvolvimento. Desse modo, os dividendos e demais modalidades de remuneração aos acionistas foram sendo considerados mecanismos de sinalização ao mercado, pelo fato de que se as empresas estão dispostas, independentemente do cenário econômico, a assumir esse compromisso com os acionistas, isso indica que elas acreditam ter capacidade de gerar fluxo de caixa suficiente para honrar tal decisão.

Nesse sentido, e de acordo com a Teoria da Sinalização, a distribuição de dividendos pode representar um sinal positivo da empresa, podendo alterar a sua imagem perante o mercado, conseqüentemente, modificando a crença dos (futuros) investidores. Portanto, os dividendos não são apenas meras remunerações, mas, sim, uma ferramenta de informação ao mercado.

Em outras palavras, as empresas que pretendem atrair novos investidores e, conseqüentemente, captar recursos, sinalizam para aqueles por meio da sua política de dividendos, que as distinguem das demais, ou seja, transmitindo a ideia de que são “boas empresas”, pois podem oferecer bons retornos através dos dividendos, o que não poderá ser copiado pelas “empresas ruins” (adaptado do exemplo de mercado de carros de AKERLOF, 1970).

Dada a importância da problemática que questiona as razões que levam as firmas a pagar dividendos, em particular no campo das finanças corporativas, esse assunto é revisitado nesta pesquisa.

Tem-se, então, a hipótese a ser testada é que:

H₀: Existe uma relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa.

Dentre as temáticas sobre política de dividendos vistas até aqui, a hipótese da Teoria da Sinalização dos dividendos é a proposta neste estudo, ou seja, a de que as alterações de dividendos contenham informações sobre mudanças nas perspectivas de ganhos futuros.

2.2.2 Os modelos estatísticos e a Teoria da Sinalização

Ao longo do tempo, foram desenvolvidos diversos modelos estatísticos, para investigar, sob a perspectiva da Teoria da Sinalização, a relação entre os dividendos e a lucratividade futura nas empresas.

Watts (1973) analisou uma amostra de 310 empresas, no período de 1945 a 1968, através do seguinte modelo:

$$\Delta D_t = \beta_1 D_{t-1} + \beta_2 E_t + E_{t-1} + z_t$$

Onde:

ΔD = Variação em dividendos

D_{t-1} = Dividendos distribuídos no momento t-1

E_t = Lucro corrente da empresa

E_{t-1} = Lucro da empresa no momento t-1

z_t = Termo de erro

Nesse modelo, o termo de erro z_t significa a “mudança não esperada em dividendos”, utilizada como variável explicativa para o diferencial de lucratividade do ano posterior ao da distribuição de dividendos.

Através desse modelo, demonstrou-se a existência de relação positiva entre dividendos e lucratividade futura, mas apenas de forma discreta. Na aplicação do modelo, o autor realizou estudo com foco apenas no primeiro ano imediatamente posterior ao da distribuição de dividendos. Conseqüentemente, a relação entre dividendos e lucratividade futura não pode ser considerada consistente, já que os parâmetros obtidos para as diversas equações nem sempre são positivos ou apresentam relação estatisticamente significante.

Posteriormente, Benartzi, Michaely e Thaler (1997), ao utilizar dados para o período entre 1979 e 1991, num total de 1.025 firmas e aproximadamente 5.000 observações, testaram os seguintes modelos:

$$\frac{\Delta E_t}{P_{-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta Div_0}{Div_{-1}} + \beta_2 I_0 \frac{\Delta Div_0}{Div_{-1}} + \gamma * Dummy_{y_0} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\frac{\Delta E_t}{P_{-1}} = \alpha + \beta_1 \frac{\Delta Div_0}{Div_{-1}} + \beta_2 I_0 \frac{\Delta Div_0}{Div_{-1}} + \gamma * Dummy_{y_0} + \delta * X_{-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde:

$\frac{\Delta E_t}{P_{-1}}$ = Mudança de lucratividade, deflacionado pelo valor de mercado no momento inicial

$\frac{\Delta Div_0}{Div_{-1}}$ = Índice de variação de dividendos

I_0 = Variável *dummy* para decréscimo de dividendos (1) ou acréscimo (0)

γ = Vetor de nove variáveis *dummy* para separação da amostra em 10 subgrupos

X_{-1} = Vetor de 27 variáveis de controle, obtidas através de dados financeiros diversos

Nenhuma das equações obteve relação estatisticamente significativa quanto à indicação de resultados futuros. Os autores comprovaram o não efeito de sinalização. Ficou evidente para os autores que há forte relação com os lucros passados, mas não com os lucros futuros.

Nissim e Ziv (2001) acreditavam na premissa de que os dividendos contêm informações para o mercado sobre expectativas de lucratividade da empresa, razão pela qual se utilizaram do mesmo modelo de Benartzi, Michaely e Thaler (1997), contudo, adequando-o, de certa forma, a conceitos mais coerentes. Seus testes abrangeram o período de 1963 a 1998, englobando 31.806 observações.

A primeira consideração consistiu em identificar que ao realizar a deflação pelo preço de mercado do início do período, isso pode não ser válido, já que os preços refletem expectativas de resultados futuros; ou seja, a variável dependente poderia estar medindo lucratividade com vieses negativamente correlacionados com a razão lucro/preço corrente. Portanto, para mitigar esse problema conceitual do modelo, introduziram como deflator o valor contábil do Patrimônio Líquido.

A segunda consideração de Nissim e Ziv (2001) quanto ao modelo anterior foi a inclusão da variável de correlação no modelo, o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido, do inglês *Return On Equity*), omitida no modelo anterior de Benartzi, Michaely e Thaler (1997). De acordo com estudos anteriores (FREEMAN; OHLSON; PENMAN, 1982), o ROE representa uma variável importante na previsão de alterações de lucratividade futura. Dado

que alterações em dividendos são positivamente correlacionadas com o ROE corrente, a alteração de lucratividade deveria ser negativamente correlacionada com a alteração em dividendos. Explanado acima, surge o modelo:

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde:

E_t = Lucro corrente

E_{t-1} = Lucro no período anterior

B_{-1} = Valor contábil do Patrimônio Líquido no período inicial da mudança dos dividendos

$R\Delta DIV_0$ = Taxa de variação nos dividendos distribuídos

ROE_{t-1} = Retorno sobre o Patrimônio Líquido no momento t-1

Como resultado, foi encontrado que as mudanças nos dividendos são informativas sobre as mudanças nos lucros futuros para cada um dos dois anos subsequentes testados.

Na mesma pesquisa, Nissim e Ziv (2001) consideraram mais duas mudanças no modelo. Levando-se em conta que poderia haver autocorrelação entre as mudanças dos dividendos e as mudanças nos lucros, foi incluída uma variável de controle adicional: “ $(E_0 - E_{-1}) / B_{-1}$ ”. E, ainda, acreditando-se que a relação entre as mudanças dos dividendos e as mudanças nos lucros não é simétrica para acréscimos e decréscimos de dividendos, conforme Benartzi, Michaely e Thaler (1997) e De Angelo e DeAngelo (1990), foram acrescentados diferentes coeficientes para acréscimos e decréscimos de dividendos, surgindo um novo modelo:

$$(E_t - E_{t-1}) / B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC * R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC * R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 (E_0 - E_{-1}) / B_{-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde:

E_0 = Lucro no período da mudança dos dividendos

E_{-1} = Lucro no período inicial da mudança dos dividendos

DPC ou DNC = são *dummies*, iguais a 1 se acréscimo ou decréscimo de dividendos, sendo 0 no caso contrário

Na aplicação desse segundo modelo previsto por Nissim e Ziv (2001), ambos os coeficientes foram positivos e significantes no primeiro ano. Para o segundo ano testado, o coeficiente dos acréscimos de dividendos também foi positivo e significativo. Por fim, concluiu-se que os resultados encontrados após a aplicação dos modelos dão uma nova luz nos resultados tão controversos até então sobre a informatividade das mudanças de dividendos nas lucratividades futuras das companhias.

A escolha e a justificativa do modelo a ser adotado nesta pesquisa são apresentadas na seção da metodologia.

Sabendo-se que a política de dividendos de uma empresa compreende, em sua maioria, os pagamentos de dividendos e juros sobre capital próprio (no caso brasileiro), objeto de estudo desta pesquisa, e sendo estes considerados nesta pesquisa os sinais emitidos pelas empresas para o mercado, testados em conformidade com modelos apresentados anteriormente, o tópico a seguir apresenta e explica os principais aspectos da legislação societária no tocante aos dividendos, evidenciando as particularidades do cenário brasileiro.

2.3 Cenário brasileiro sobre política de dividendos

As empresas brasileiras de capital aberto são regulamentadas pela conhecida Lei das Sociedades Anônimas, ou Lei das S.A. – lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Algumas alterações ocorreram posteriormente, sendo as mais recentes devido à internacionalização da contabilidade, por meio das leis nº 11.638/2007, nº 11.941/2009 e nº 12.973/2014.

Antes da vigência da lei 6.404/1976, as empresas brasileiras eram reguladas pela lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940. Não havia nessa lei a previsão de obrigatoriedade de pagamento de dividendos, de modo que a decisão de distribuição dos dividendos ficava a critério de cada companhia. Conseqüentemente, a nova lei nº 6.404/1976 introduziu alguns mecanismos de proteção aos direitos dos acionistas minoritários, criando um ambiente legal que fomentasse o mercado de capitais brasileiro.

Em termos numéricos e empíricos, o mercado de capitais dos EUA é altamente desenvolvido. Contudo, no contexto nacional, Rossetti e Andrade (2009) consideram o mercado de capitais pouco expressivo, já que entre as 500 maiores empresas do Brasil, cerca de apenas 43% têm capital aberto. Felizmente, o interesse pelos dividendos no país é crescente e já é notório (RODRIGUES, 2012).

O montante de dividendos distribuídos vem crescendo no Brasil; os negócios com esse tipo de transação chegam a movimentar dezenas de bilhões de reais por ano. Um levantamento feito a pedido da revista Exame, pela empresa de informações financeiras Economática® mostra que em 2013 as empresas abertas do país distribuíram 92 bilhões de reais em dividendos, sendo esse valor 7% superior ao do ano anterior (EXAME, 2013).

Iudícibus *et al.* (2010) classificam os dividendos em três categorias: quanto à ordem, podem ser prioritários ou não prioritários; quanto à apropriação dos lucros, podem ser mínimos, fixos ou obrigatórios; e quanto ao recebimento, podem ser cumulativos ou não cumulativos.

De acordo com a lei nº 6.404/1976, o direito aos dividendos prioritários é usufruído pelos acionistas preferencialistas, em detrimento dos ordinaristas. Contudo, quando da distribuição de lucros remanescentes, após já assegurados os dividendos mínimos, os preferencialistas participam em igualdade com os ordinaristas (BRASIL, 1976).

Quanto à apropriação dos lucros, o artigo 202 da citada lei rege que os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido de ajustes previsto na lei. Na hipótese de o estatuto ser omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do Lucro Líquido ajustado (BRASIL, 1976). Contudo, o artigo 296 complementa que as companhias poderão, dentro do prazo previsto neste artigo, fixar os dividendos em porcentagem inferior aos 25% (BRASIL, 1976). Consequentemente, o estatuto social da companhia é soberano a referida lei.

Em complemento, pode-se afirmar que o estatuto social é soberano para definir o percentual de distribuição de dividendos, pois, conforme art. 296, parágrafo 4º, rege que as companhias podem fixar os dividendos em porcentagem inferior à prevista no § 2º do artigo 202 (BRASIL, 1976). A exemplo tem-se a companhia Universo Online S.A que em seu estatuto social, artigo 25, parágrafo 2º, estipula uma distribuição de dividendos obrigatórios de apenas 1% do lucro líquido ajustado.

No Brasil, os dividendos mínimos podem se confundir com os dividendos obrigatórios. Os dividendos fixos são conferidos aos detentores das ações preferenciais, que têm prioridade no recebimento de, pelo menos, 3% do valor do Patrimônio Líquido da ação, conforme previsto no artigo 17 (BRASIL, 1976).

Com relação ao recebimento dos dividendos, sejam eles fixos ou mínimos, podem ser cumulativos ou não cumulativos. Conforme disposto no artigo 17 da lei nº 6.404/1976, salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de ser assegurado dividendo igual ao mínimo (BRASIL, 1976).

A lei prevê, ainda, a possibilidade de o estatuto de uma sociedade por ações preconizar o pagamento de dividendos intermediários. Os dividendos intermediários poderão ser distribuídos semestralmente, ou ainda em períodos mais curtos, desde que o total desembolsado em cada semestre não exceda o montante das reservas de capital da companhia.

Os dividendos são apenas uma das formas de remuneração dos acionistas. O ICPC 07 (CPC, 2009a), que trata de distribuição de lucros *in natura*, regulamenta que uma entidade pode distribuir com seus acionistas ou sócios, ou detentores de títulos especificados como patrimoniais (ações, cotas, etc.), lucros na forma de ativos, que não são o próprio caixa, genericamente qualificados como dividendos *in natura*.

Enquanto em outros países a discussão sobre a remuneração do acionista se limita à definição entre dividendo e ganho de capital, no Brasil devem-se incluir na avaliação os juros sobre capital próprio, o que torna mais complexa a análise (MARTINS; FAMA, 2012).

Os juros sobre capital próprio, outra forma de remuneração ao acionista, foram previstos pela lei nº 9.249/1995, com o objetivo de evitar um possível aumento na carga tributária das empresas em decorrência da extinção da correção monetária das demonstrações financeiras à época. Os juros sobre capital próprio têm uma vantagem tributária, pois fica permitida, com base no artigo 9º, a possibilidade de a pessoa jurídica deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente ao titular, aos sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do Patrimônio Líquido e limitados à variação, *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (BRASIL, 1995). Assaf Neto (2008) explica que, para fins de cálculo, o montante pago fica limitado a 50% do Lucro Líquido Antes do Imposto de Renda (LAIR), excluindo-se o valor dos próprios juros sobre capital próprio, ou a 50% dos lucros acumulados de exercícios anteriores, o que for maior.

O valor dos juros sobre capital próprio pago ou creditado pela pessoa jurídica poderá ser imputado ao valor dos dividendos (BRASIL, 1995). Portanto, por analogia, o tratamento contábil a ser dado aos juros sobre capital próprio deverá seguir o mesmo tratamento dado ao dividendo obrigatório (CPC, 2009b).

Até 1989, os dividendos eram tributados à alíquota de 23%. A partir daquele ano, passaram a ser isentos de tributação. Contudo, a partir de 1990, os ganhos líquidos de capital nas vendas de ações passaram a ser tributados à alíquota de 25%.

Cada empresa tem sua estratégia corporativa única e vivencia uma realidade particular que a diferencia das demais. Consequentemente, sua política de distribuição de dividendos também se torna singular, não havendo, portanto, uma estrutura ótima. Ratificando a ideia, Damodaran (2002) e Ross (2010) afirmaram que nenhuma política de dividendos – baixos, altos ou nulos – é certa ou errada; apenas deve estar concatenada com a realidade da empresa que a implementa.

Internacionalmente, mais estudos ratificam que a política de dividendos tem características particulares, condicionadas ao tipo de país no qual está inserida, observando a legislação respectiva, ou mesmo sua governança corporativa. Denis e Osobov (2008) reforçam a ideia lançada por Damodaran (2002) entre política de dividendos e estágio de maturação da empresa. La Porta *et al.* (2000) constataram que em países com legislação mais protecionista em relação ao acionista minoritário, como é o caso do Brasil, as empresas pagam dividendos mais altos. Mitton (2004) concluiu que o nível de governança corporativa da firma somado ao nível de proteção do país estão associados ao pagamento de altos dividendos, sugerindo que ambos ajudam a reduzir o problema de agência.

Considerando-se que o presente estudo investiga se a política de dividendos tem conteúdo informacional sobre os períodos posteriores à distribuição de dividendos pelas companhias listadas na BM&FBovespa, o tópico seguinte apresenta alguns estudos sobre a temática.

2.4 Estudos e experiências globais

Adicionalmente às pesquisas seminais que já previam a hipótese de sinalização dos dividendos ao mercado (BHATTACHARYA, 1979; JOHN; WILLIAMS, 1985; MILLER; ROCK, 1985; WATTS, 1973), o estudo de Loss (2004) compila mais quinze estudos sobre o

tema, onze dos quais atestam a hipótese de sinalização e quatro não encontram tal evidência, indicando que a hipótese de sinalização não é tida como verdade absoluta.

O Quadro 2 mostra um resumo dos principais estudos que investigaram a hipótese de sinalização dos dividendos e/ou seu conteúdo informacional.

Quadro 2 – Resumo dos estudos anteriores

Título do artigo	Autoria	Ano de publicação	Aceita (A) ou Rejeita (R) a hipótese de sinalização
The information content of dividends	Watts	1973	A
Quarterly dividend and earning announcements and stockholders' returns: an empirical analysis	Aharony e Swamy	1980*	A
The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth	Asquith e Mullins	1983*	A
A survey of management views on dividend policy	Baker, Farrelly e Edelman	1985*	A
Taxes and firms' dividend policies: survey results	Abrutyn e Turner	1990*	R
Common stock price effects of security issues conditioned by current earnings and dividend announcements	Manuel, Brooks e Shadler	1993*	A
Are dividend omissions truly the cruelest cut of all?	Christie	1994*	R
Do dividends signal earnings? The case of omitted dividends	Sant e Cown	1994*	A
Dividend policy and corporate performance	Akhibe e Madura	1996*	A
Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earnings growth	DeAngelo, DeAngelo e Skinner	1996*	R
Do changes in dividends signal the future or the past?	Benartzi, Michaely e Thaler	1997*	R
Dividend policy and cash-flow uncertainty	Seguin <i>et al.</i>	1998*	A
Do firms use dividends to signal large future cash flow increases	Brook <i>et al.</i>	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	2001*	A
Dividend changes and future profitability	Nissim e Ziv	2001	A
Are dividend changes a sign of firm maturity?	Grullon, Michaely e Swaminathan	2002	R
Dividend changes do not signal changes in future profitability	Grullon <i>et al.</i>	2003	R
The information content of dividends: do dividends provide information about future earnings?	Hanlon <i>et al.</i>	2006	A
Complete dividend signal	Loukani e Ratchusanti	2007	A
Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004	Fiorati	2007	R
As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?	Nossa, Nossa e Teixeira	2007	A
As variações nas distribuições dos proventos em dinheiro sinalizam variações nos lucros futuros?	Decourt <i>et al.</i>	2007	R
Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy	Denis e Osobov	2008	R

Título do artigo	Autoria	Ano de publicação	Aceita (A) ou Rejeita (R) a hipótese de sinalização
Conteúdo informacional: uma análise da relação entre lucros e dividendos	Santos	2008	R
Disclosure and dividend signaling when sustained earnings growth declines	Husainey e Aal-Eisa	2009	R
Information content of dividends: evidence from Istanbul stock exchange	Altiok-Yilmaz e Akben-Selcuk	2010	A
A relação entre pagamento de dividendos, lucro líquido, receita bruta, ROI e liquidez seca em uma empresa nacional petroquímica: uma análise entre os anos 1999 e 2008	Xavier Filho, Chagas e Santos	2010	A
What do dividends tell us about earnings quality?	Skinner e Soltes	2011	A
Dividend policy: signaling or maturity hypothesis?	Vieira e Raposo	2012	R
Política de Dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa	Fonteles <i>et al.</i>	2012	A
Dividend changes and information about future profitability: an application of difference GMM	Chen e Kao	2014	R
Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada junto à Cia. Hering	Ramos <i>et al.</i>	2014	A
Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis	Liu e Chen	2015	A

* Estudos originalmente pertencentes à tabulação feita por Loss (2004).

Fonte: Elaborado pela autora, a partir de Loss (2004).

Após a pesquisa de Loss (2004), demais estudos vêm sendo elaborados à luz da mesma teoria. Adicionalmente, foram compilados outros 20 trabalhos. Resumindo, dos 35 estudos compilados, 22 aceitam a hipótese de sinalização dos dividendos ou a sua presença de conteúdo informacional, enquanto 13 rejeitam essa hipótese. E apenas sete abordam o cenário brasileiro.

Embora a gama de estudos já realizados sobre o tema não tenha sido esgotada, observando-se os resultados obtidos pelos pesquisadores mencionados, não se pode afirmar que eles fornecem apoio irrefutável ao conteúdo informacional dos dividendos, mesmo havendo uma evidência favorável à ideia de que a administração usa a política de dividendos como um sinal.

Benartzi, Michaely e Thaler (1997) verificaram se a percepção de sinalização realmente corresponde a mudanças nos lucros das empresas. Os autores analisaram 7.186 anúncios de dividendos publicados entre 1979 e 1991, e encontraram 255 casos de redução de dividendos e 4.249 casos de aumento, enquanto nos 2.682 restantes não houve alteração. Contudo, chegaram à conclusão de que não houve comprovação do efeito de sinalização dos dividendos. Ficou evidente para os autores uma forte relação com os lucros passados, mas não com os lucros futuros. E encontraram ainda que os cortes de dividendos podem sinalizar de

forma confiável um aumento nos resultados futuros. Também encontraram evidências de que as empresas que pagam dividendos crescentes são menos propensas a sofrer decréscimo em ganhos subsequentes, mais do que as que não mudam seus dividendos, apesar dos semelhantes crescimentos dos lucros.

Nissim e Ziv (2001) utilizaram uma amostra baseada no mercado dos EUA, com dados abrangendo o período de 1963 a 1997, e, ao contrário de Benartzi, Michaely e Thaler (1997), seus resultados evidenciam uma relação positiva entre o nível de dividendos distribuídos e o nível de lucratividade nos anos posteriores. E, ainda, que tal relação pode ser sentida nos dois anos posteriores ao da distribuição dos dividendos.

Por outro lado, Grullon *et al.* (2003) rejeitam a hipótese de sinalização dos dividendos perante os lucros futuros, e ainda criticam o modelo utilizado por Nissim e Ziv (2001). Comentam que as mudanças nos dividendos podem conter informações sobre o risco sistemático da empresa. E, ainda, que é inapropriada a hipótese de que as mudanças nos lucros seguem uma tendência linear.

No cenário brasileiro, Fiorati (2007) também concluiu não ser possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de dividendos tenha relação direta, ou linear, com a variação de lucratividade nos períodos subsequentes para as empresas listadas na BM&FBovespa no período entre 1999 e 2004. A medida usada para a lucratividade foi o Ebitda.

Xavier Filho, Chagas e Santos (2010), ao investigar o relacionamento da variação do *payout* passado e presente com a variação futura do Lucro Líquido, rentabilidade do Ativo, liquidez seca e receita bruta, tendo como objeto uma empresa nacional petrolífera, encontraram uma correlação forte e positiva entre a variação do Lucro Líquido passado e presente e o *payout* futuro.

Ramos *et al.* (2014), por meio da regressão linear simples univariada, ao investigar a empresa Cia. Hering, considerando quatro variáveis como *proxies* para desempenho futuro (Receita Bruta, Lucro Líquido, Retorno sobre Investimento e Retorno sobre Capital Próprio) e a remuneração dos sócios como variável independente, concluíram que três das quatro variáveis escolhidas como *proxies* para desempenho futuro apresentaram indícios da presença de conteúdo informacional na política de dividendos.

Detalhados os estudos prévios que abordaram como a política de dividendos pode representar uma sinalização para o mercado, apresenta-se, a seguir, a metodologia própria para que seja atingido o objetivo desta pesquisa.

3 METODOLOGIA

De acordo com Richardson (2008), as metodologias são procedimentos utilizados no método científico, o qual, por sua vez, pode ser definido como o caminho para se chegar a determinado fim ou objetivo.

Esta seção apresenta a metodologia que orienta a pesquisa, abordando (i) a sua tipologia, (ii) a amostra e o procedimento de coleta de dados, (iii) a definição das hipóteses, (iv) os modelos para estimação da hipótese de sinalização dos dividendos e (v) os procedimentos estatísticos.

3.1 Tipologia da pesquisa

Quanto a sua classificação, o estudo tem característica positivista, pois, segundo Martins e Theóphilo (2007), o positivismo tem suas raízes no empirismo, e tem por característica a busca da explicação dos fenômenos a partir da identificação de suas relações.

Devido às características inerentes à pesquisa de tradição positivista, o presente estudo adotou a abordagem metodológica empírico-analítica, no sentido de buscar explicação para a lucratividade futura das empresas, através da variável explicativa dividendos. Estudos dessa natureza utilizam técnicas de coleta, tratamento e análise de dados, e são bastante quantitativos, além de privilegiar estudos práticos e se preocupar com relações causais entre variáveis (MARTINS, 2002).

Quanto ao objetivo, a pesquisa é classificada como descritiva. Segundo Collis e Hussey (2005), esse tipo de pesquisa descreve o comportamento dos fenômenos, e é usada para identificar e obter informações sobre as características de problemas específicos.

Quanto à natureza, o estudo se classifica como quantitativo, haja vista que os dados coletados foram submetidos a testes estatísticos para avaliação das hipóteses da pesquisa quanto a sua aceitação (MARTINS; THEÓPHILO, 2007). No mesmo sentido, Richardson (2008) afirma que o método quantitativo se caracteriza pelo emprego da quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento de dados por meio de técnicas estatísticas, e, ainda, que é frequentemente aplicado nos estudos descritivos, ou seja, naqueles que procuram descobrir e classificar as relações entre variáveis, bem como nos que investigam a relação de causalidade entre fenômenos.

Trata-se de pesquisa documental, devido ao procedimento adotado para a coleta de dados secundários, extraídos da base Economática®, dos formulários de referência (FR) ou das informações anuais (IAN), disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e, ainda, de informações disponíveis no *website* da BM&FBovespa. Para realização do estudo, foram coletados dados financeiros das empresas e alguns dados qualitativos, os quais foram usados como *dummies* nesta pesquisa, devidamente explanados no respectivo tópico, a seguir.

3.2 Amostra e procedimentos de coleta de dados

No dia 29 de janeiro de 2015 a população do estudo reuniu 784 companhias que se apresentavam listadas na BM&FBovespa, em algum momento, entre os períodos de 2002 a 2014. Foram excluídas as instituições financeiras e as seguradoras, por adotarem regras contábeis diferenciadas, e ainda por possuírem características por demais específicas quanto à distribuição de dividendos, inclusive com determinações estatutárias, o que poderia influenciar os cálculos das variáveis dos modelos e causar vieses à pesquisa, não sendo possível visualizar o eventual caráter informacional de dividendos.

Foram também excluídas as empresas cujos dados não eram disponibilizados no *website* da BM&FBovespa ou no da CVM. São empresas que, em uma primeira análise, não eram mais listadas na BM&FBovespa ou se encontravam com os registros cancelados. Para a análise dos dados financeiros, até poder-se-ia trabalhar com as empresas de registro cancelado, pois a Economática® grava os dados retroativos. Contudo, não seria possível trabalhar com seus dados qualitativos (a saber, no tópico 3.3.2), em virtude de alguns deles não estarem mais disponíveis para consulta. Foram também excluídas as empresas constituídas nos anos 2013 e 2014, em virtude de não disporem de dados suficientes para as análises necessárias.

Na base Economática®, alguns valores das variáveis consideradas dependentes estavam ausentes. Consequentemente, essas empresas também foram excluídas, em virtude de inviabilizar a modelagem. Por fim, foram igualmente excluídas as empresas que apresentavam Patrimônio Líquido negativo. Como a variável dependente é deflacionada pelo valor do Patrimônio Líquido, caso este fosse negativo impactaria a identificação do relacionamento entre as variáveis dependente e independente.

A construção da amostra do estudo é demonstrada na Tabela 1.

Tabela 1 – Construção da amostra da pesquisa

Especificação	Quantidade
Empresas presentes na base Economática®	784
(-) Empresas com dados indisponíveis ou registros cancelados	(374)
(-) Instituições financeiras e seguradoras	(105)
(-) Empresas constituídas em 2013 e 2014	(1)
(-) Empresas que não possuíam dados para as variáveis dependentes	(172)
(-) Empresas com Patrimônio Líquido negativo	(27)
Amostra	105

Fonte: Elaborada pela autora.

O Anexo desta pesquisa lista as 105 empresas da amostra estudada.

Os procedimentos estatísticos explanam como os dados foram organizados, os métodos econométricos utilizados, o modelo escolhido para testar a hipótese da pesquisa e as variáveis componentes do modelo.

3.3 Procedimentos estatísticos

A organização da base de dados de um estudo se dá através de corte transversal (*cross section*), séries temporais (*time series*) ou dados em painel (*panel data*).

Dentre os artigos listados no Quadro 2, os quais investigam o poder de sinalização ao mercado dos dividendos sobre rentabilidade/desempenho das empresas são utilizadas metodologias variadas na tentativa de identificar essa relação. Alguns utilizaram a metodologia em corte transversal (GRULLON; MICHAELY; SWAMINATHAN, 2002; GRULLON *et al.*, 2003; HANLON *et al.*, 2006; NISSIM; ZIV, 2001; WATTS, 1973), outros usaram séries temporais (GRULLON *et al.*, 2003; LOUKANI; RATCHUSANTI, 2007) e somente um estudo utilizou a metodologia de dados em painel (CHEN; KAO, 2014).

Quanto aos estudos no cenário brasileiro (DECOURT *et al.*, 2007; FIORATI, 2007; RAMOS *et al.*, 2014; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010), os autores não são informativos quanto ao método de organização dos dados, exceto Nossa, Nossa e Teixeira (2007), que utilizaram a metodologia em corte transversal e séries temporais.

Na organização dos dados da pesquisa foi empregado o método em painel de dados, não comumente utilizado, o qual pode apresentar novas evidências para o assunto.

3.3.1 Dados em painel

A análise de dados é conduzida através de um conjunto longitudinal, ou seja, com dados em painel. Essa técnica possibilita estudar o comportamento das variáveis de uma única empresa ao longo do tempo ou de várias empresas em determinado momento. A análise de dados em painel amplia o número de observações e diminui a omissão de variáveis. Uma das vantagens de dados em painel é a possibilidade de controlar a heterogeneidade das observações. Essa heterogeneidade pode não ser constante ao longo do tempo, como também poderá produzir estimadores viesados. Portanto, ao se considerar indivíduos em cortes transversal e longitudinal estar-se-á promovendo maior número de observações, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e mais eficiência nas estimações. Enfim, a utilização de dados em painel possibilita conjugar a variedade de comportamentos de diversos indivíduos com a dinâmica de ajustamento relacionada aos diferentes momentos (PINDYCK; RUBINFELD, 2004).

O modelo geral comumente usado para dados em painel pode ser expresso por meio da seguinte fórmula:

$$Y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it} X_{1it} + \dots + \beta_{nit} X_{kit} + \varepsilon_{it}$$

Nesse modelo geral, há um intercepto e um coeficiente para cada indivíduo e cada período. Dessa forma, não existe uma solução, pois há mais parâmetros a serem estimados do que observações disponíveis.

A utilização de painel de dados tem algumas vantagens sobre as análises convencionais de *cross-section* e *times-series* utilizadas separadamente. Wooldridge (2001) ressalta que a regressão em dados de painel considera em um mesmo modelo estatístico: a) dados em corte transversal de um conjunto de indivíduos “cross-section”, em que esses variam e o tempo fica constante; e b) dados em séries de tempo, nas quais o número de indivíduos permanece constante e o tempo varia. Por unir essas duas características, a utilização de dados de painel proporciona alguns benefícios, destacando-se a heterogeneidade dos indivíduos, o maior nível de informação acerca das variáveis explicativas, a menor colinearidade (podendo evitar a multicolinearidade) e maior grau de liberdade para o modelo.

Foi utilizado o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados (MQO *pooled*). A estimação por MQO agrupado permite identificar a presença de multicolinearidade nas variáveis propostas.

3.3.2 O modelo escolhido e suas variáveis

Considerando-se o que foi mencionado na introdução e a escassez de obras sobre essa abordagem na literatura brasileira, a presente pesquisa tentará explicar o comportamento do desempenho futuro através das variáveis Ebitda e Lucro Líquido.

A variável explicativa a ser utilizada nos modelos desta pesquisa é a variação dos dividendos declarados. Foram utilizadas também algumas variáveis para controlar os efeitos inerentes a idade, setor de atividade, tamanho e presença de acionista controlador. As variáveis utilizadas nos modelos desta pesquisa são discriminadas no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis da pesquisa

TIPO	VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FUNDAMENTAÇÃO
Explicativa	Dividendos	DIV	Benartzi, Michaely e Thaler (1997) Grullon <i>et al.</i> (2003) Nissim e Ziv (2001) Watts (1973)
Dependente	Lucro Líquido	LL	Benartzi, Michaely e Thaler (1997) Grullon <i>et al.</i> (2003) Nissim e Ziv (2001) Watts (1973)
Dependente	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	Ebitda ou Lajida	Fiorati (2007)
Controle	<i>Dummy</i> 1 – Dida	Idade da empresa (número de meses desde a fundação)	DeAngelo e DeAngelo (2006) Denis e Osobov (2008) Grullon, Michaely e Swaminathan (2002)
Controle	<i>Dummy</i> 2 – Dset	Setor de atividade (segundo a classificação da BM&FBovespa)	Fonteles <i>et al.</i> (2012) Santana
Controle	<i>Dummy</i> 3 – Dtam	Tamanho da empresa (Log do valor total do Ativo)	Denis e Osobov (2008) Fama e French (2002) Fonteles <i>et al.</i> (2012)
Controle	<i>Dummy</i> 4 – Dcon	Presença de acionista controlador	Dalmácio e Corrar (2007) Short, Zhang e Keasey (2002)
Controle	<i>Dummy</i> 5 – Dest	Presença de acionista estatal	Short, Zhang e Keasey (2002)

Fonte: Elaborado pela autora.

As variáveis são mensuradas e extraídas da seguinte forma:

- Dividendos (DIV)

A variável representa a distribuição dos dividendos pelas companhias, já tendo sido conceituada no referencial teórico.

Na base da Economática® existe uma opção específica para extração da informação de dividendos pagos, embora não haja a possibilidade de obter o valor dos dividendos declarados. Para se obter esse dado, foi necessário consultar os formulários de referência e as informações anuais, empresa a empresa e ano a ano. Os dados foram coletados em valores brutos.

- Lucro Líquido (LL)

A variável indica a lucratividade das companhias. Contabilmente, representa a última linha da Demonstração do Resultado do Exercício após todas as receitas e deduções ocorridas ao longo do exercício / período de apuração.

Na base da Economática® há uma opção específica para extração dessa variável, cujos dados são apresentados em valores brutos, sendo positivos quando há lucro e negativos quando há prejuízo. Para essa variável foram considerados os valores dos resultados individuais das empresas.

- *Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization* (Ebitda) / Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Lajida)

Penman (2007) afirma que essa é a medida do resultado que mais se aproxima do fluxo de caixa operacional gerado pela empresa. Portanto, o Ebitda consiste num poderoso indicador de desempenho financeiro, sendo acompanhado de perto pelos interessados na distribuição de resultados da companhia. Outro aspecto a ser considerado diz respeito ao fato de o Ebitda não ser influenciado pelo nível de alavancagem da empresa, já que as despesas de juros não são consideradas.

É certamente o indicador financeiro mais acompanhado pelos analistas, e acaba ganhando grande importância também na análise de crédito e nos múltiplos de avaliações de empresas (INFOMONEY, 2015).

Na base da Economática® há uma opção específica para essa variável, já automaticamente calculada, e os dados são apresentados em valores brutos, sejam

positivos ou negativos. Para essa variável foram considerados os valores dos resultados individuais das empresas.

Foram ainda escolhidas cinco variáveis de controle para ajudar a analisar a base de dados de forma segregada, a fim de se conhecer se há influência nos resultados em virtude de características específicas das empresas, a saber:

- Setor (Dset)

A *dummy* setor foi utilizada para indicar o setor econômico em que atua a empresa. A base de dados foi segregada em nove setores, segundo a classificação da BM&FBovespa, pelo motivo explicado no tópico 3.2.

- Idade (Dida)

Essa *dummy* foi utilizada para indicar a idade da empresa desde sua constituição. Como essa informação não está disponível na base da Economática® foi feita, então, uma busca nos estatutos sociais das companhias arquivados no website da CVM.

As empresas foram segregadas em três grupos, por faixa etária, sendo um grupo para as empresas com menos de 15 anos de idade, outro para as empresas com idades entre 15 e 45 anos e o terceiro grupo para aquelas com idades acima de 45 anos.

- Tamanho (Dtam)

Essa *dummy* foi utilizada para indicar o tamanho da empresa, que é comumente expressa pelo valor total do seu Ativo. Na base da Economática® é possível extrair essa informação. A partir dos valores extraídos, foram calculados, no próprio Excel, os respectivos logaritmos, para uma melhor adequação ao modelo.

As empresas foram segregadas em três grupos, por tamanho, sendo um grupo para as empresas com Ativo inferior a R\$ 1 bilhão, outro para aquelas com Ativo entre R\$ 1 bilhão e R\$ 5 bilhões, e o terceiro grupo para as empresas com Ativo superior a R\$ 5 bilhões.

- Acionista controlador (Dcon)

Essa *dummy* foi utilizada para indicar a presença de acionista principal com direito a voto. Na base da Economática® há uma opção em que pode ser extraída essa informação, sendo possível conhecer o nome do principal acionista e a porção do capital social a ele pertencente.

- Acionista estatal (Dest)

Essa *dummy* foi utilizada para indicar se a presença de acionista principal é estatal. Na base da Economática® não é possível extrair essa informação. Após conhecer os principais acionistas com direito a voto, através da opção anterior, foi feita uma busca pelo nome do acionista a fim de identificar se o mesmo era uma Companhia estatal.

A ideia com o modelo apresentado a seguir é verificar se o aumento ou redução (sinal) da remuneração dos sócios (que seria a distribuição de dividendos) feita no ano t , por exemplo, tem impacto no desempenho futuro, ou seja, no ano $t+1$, daí a entrada no modelo via variação. Recapitulando, tem-se que a hipótese desta pesquisa é que existe uma relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa.

Os testes realizados e descritos na próxima seção seguem princípios gerais delineados por Nissim e Ziv (2001), conforme explanado no referencial teórico. Adaptando-se o modelo de Nissim e Ziv (2001) para esta pesquisa, tem-se, a seguir, o modelo a ser aplicado no cenário brasileiro, que será testado de forma geral, ou seja, sem a presença das *dummies* (modelo 1) ou de variações positivas e negativas nos dividendos; e, de forma específica, com a identificação de acréscimo ou decréscimo dos dividendos (modelo 2) e com a presença de *dummies* (modelo 3), a fim de se conhecer se há influência nos resultados em virtude de determinadas características das empresas.

$$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 R \Delta DIV_0 + \beta_2 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \beta_2 DPC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_3 DNC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

$$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \beta_2 DPC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_3 DNC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_4 DZC_0 \times R \Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \delta_1(Dida) + \delta_2(Dset) + \delta_3(Dtam) + \delta_4(Dcont) + \delta_5(Dest) + \varepsilon_t \quad (3)$$

Onde:

$R\Delta DIV_0$ = Taxa de variação dos dividendos declarados no ano-evento

D_t = Variável de desempenho no ano futuro imediatamente posterior ao ano-evento da declaração dos dividendos

D_{t-1} = Variável de desempenho no período $t-1$

B_{-1} = Valor do Patrimônio Líquido do ano imediatamente anterior ao ano-evento da declaração dos dividendos

DPC ou DNC ou DZC = variável *dummy* (1 para quando os dividendos aumentam, decrescem ou não ocorrem mudanças, e 0 nos demais casos)

$(D_0 - D_{-1})/B_{-1}$ = Variável de controle adicional referente ao período anterior ao da variável dependente

ROE_{t-1} = Variável de controle adicional referente ao período anterior ao da variável dependente;

Dida = *Dummy* idade da empresa

Dset = *Dummy* setor econômico da empresa

Dtam = *Dummy* tamanho da empresa

Dcont = *Dummy* presença de acionista controlador na empresa

Dest = *Dummy* presença de acionista controlador estatal na empresa

ε = Termo de erro

A variável $R\Delta DIV_0$ compreende a variação dos dividendos totais declarados aos acionistas em determinado momento, englobando os dividendos e os juros sobre capital próprio. Este último, característica particular do cenário brasileiro, portanto, sendo também considerado. A variável apresenta o seguinte cálculo:

$$R\Delta DIV_0 = \frac{(Div_0 + JSCP_0)}{(Div_{-1} + JSCP_{-1})} - 1$$

Os testes estatísticos foram realizados com o auxílio do programa Stata®, versão 12, de análise estatística para uso em pesquisas. Para organização das tabelas e amostras, utilizou-se a planilha eletrônica Excel, conforme demonstrado na seção a seguir.

4 RESULTADOS

Para facilitar o entendimento, esta seção é dividida em duas subseções. Na primeira são apresentados os resultados, a fim de se caracterizar as empresas listadas na BM&FBovespa e suas políticas de dividendos ao longo do período analisado. Na segunda são apresentados os resultados da modelagem estatística, a fim de se demonstrar empiricamente a relação entre os dividendos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa.

4.1 Caracterização das empresas listadas na BM&FBovespa e o panorama da política de dividendos

Inicialmente, foi feita uma caracterização das empresas da amostra, as quais estavam listadas na BM&FBovespa em 29/01/2015, quanto a aspectos como setor econômico, segmento de listagem, idade (tempo de constituição), tamanho, concentração do controle acionário (concentração de votos) e presença de controle acionário estatal.

A amostra foi distribuída por setor econômico, de acordo com a classificação adotada pela BM&FBovespa, que considera os produtos e serviços que mais contribuem para a formação da receita nas companhias (BM&FBOVESPA, 2012).

Os dados extraídos da base Economática® possuem uma classificação setorial mais numerosa do que aquela proposta pela BM&FBovespa, contemplando 22 setores. Contudo, para fins de análise, considerou-se a classificação da BM&FBovespa, que se resume a apenas dez setores. A Tabela 2 mostra a segregação da amostra por setor econômico.

Tabela 2 – Distribuição das empresas da amostra por setor econômico

Nº de ordem	Setor	Quantidade empresas	Proporção (%)
1	Bens Industriais	14	13,3
2	Construção e Transporte	7	6,7
3	Consumo Cíclico	18	17,1
4	Consumo Não Cíclico	8	7,6
5	Materiais Básicos	20	19,0
6	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	1	1,0
7	Tecnologia da Informação	1	1,0
8	Telecomunicações	5	4,8
9	Utilidade Pública	31	29,5
Total		105	100,0

Fonte: Elaborada pela autora.

Na base de dados desta pesquisa, a maior representatividade das empresas concentra-se no setor Utilidade Pública, correspondente a 29,5% da amostra, o qual engloba as empresas de distribuição de energia elétrica, água e saneamento e gás. As empresas do setor Materiais Básicos representam 19%, reunindo mineração, siderurgia e química. Na terceira e na quarta posição vêm as empresas dos setores Consumo Cíclico, com 17,1%, e Bens Industriais, com 13,3%. Esses quatro setores, juntos, representam 78,9% da amostra.

Quanto aos segmentos de listagem, foi também utilizado o critério da BM&FBovespa. Assim, identificou-se que praticamente metade das empresas da amostra pertence aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), enquanto as demais pertencem ao mercado tradicional ou são classificadas como outras formas menos usuais (como BDRs, Bovespa Mais e Balcão Organizado), conforme o Gráfico 1.

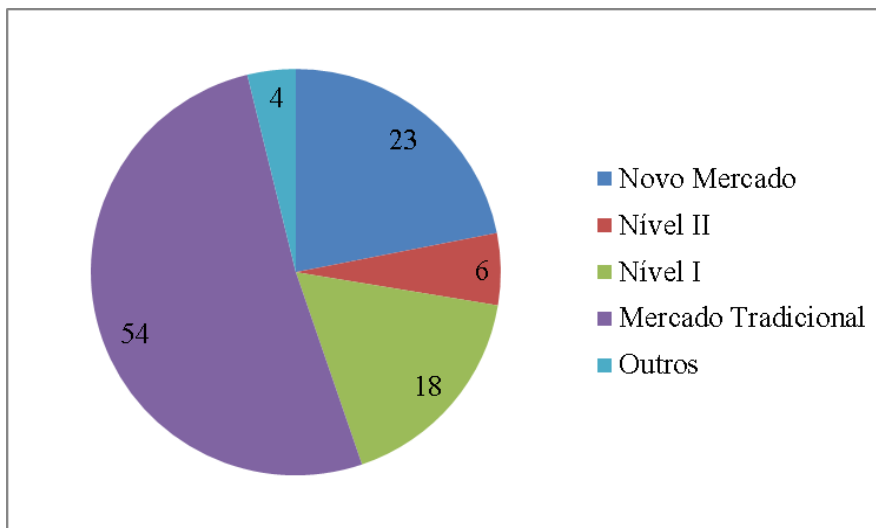


Gráfico 1 – Distribuição das empresas da amostra por segmento de listagem
Fonte: Elaborado pela autora.

Com o intuito de caracterizar as empresas de forma mais didática, a amostra foi segregada na forma de histograma para idade e tamanho. Quanto à idade de constituição, percebe-se uma tendência de maturidade, conforme Gráfico 2.

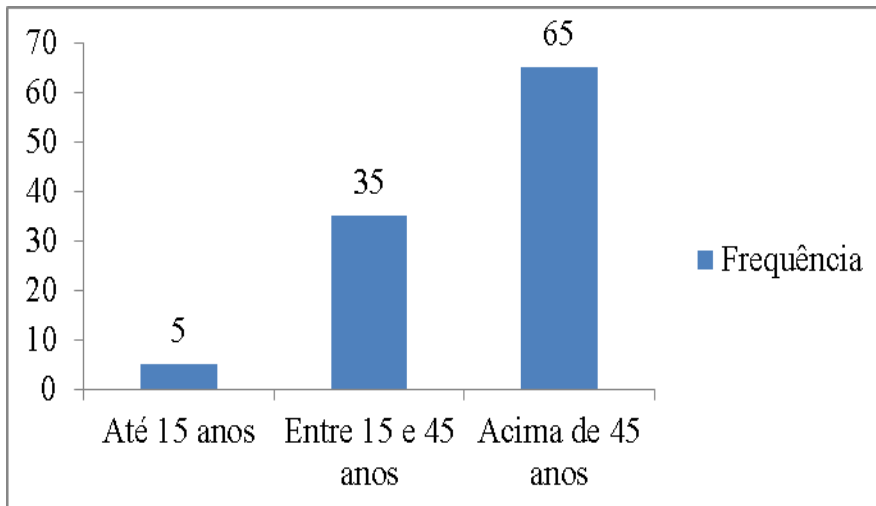


Gráfico 2 – Distribuição das empresas da amostra por faixa etária
Fonte: Elaborado pela autora.

A distribuição das empresas considerando o tamanho mensurado pela variável Ativo total segue conforme o Gráfico 3. A maior proporção das empresas encontra-se na faixa de valor de Ativo maior que R\$ 5 bilhões de reais.

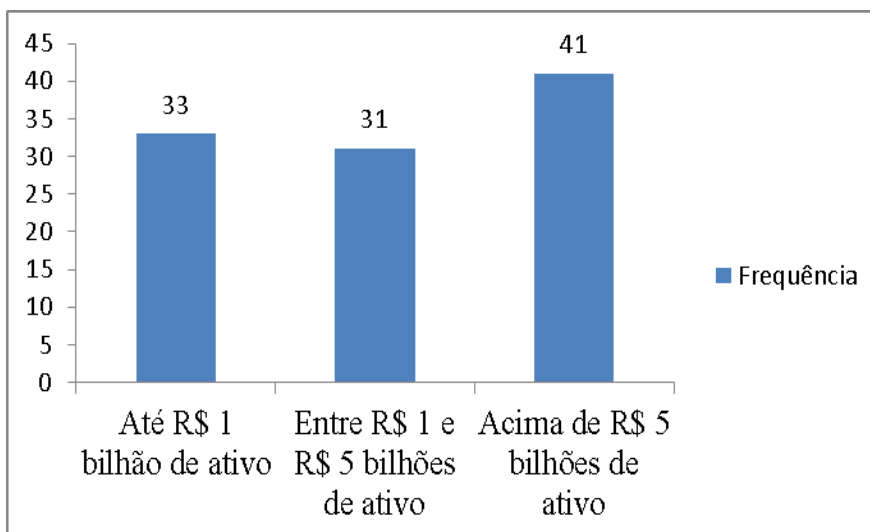


Gráfico 3 – Distribuição das empresas da amostra por tamanho
Fonte: Elaborado pela autora.

Quanto à concentração do controle acionário e à presença de controle acionário estatal, observou-se que das 105 empresas da amostra, 34 possuem controle acionário com a presença de um acionista majoritário com direito a voto, sendo que apenas cinco são controladas por acionista estatal.

Para melhor se compreender o panorama da política de dividendos nas empresas listadas na BM&FBovespa, foram analisadas as respectivas distribuições de dividendos. A

Tabela 3 demonstra, para as empresas da amostra, se ocorreu distribuição de dividendos em algum momento entre 2003 e 2012 e explicita as respectivas variações anuais.

Tabela 3 – Distribuição anual de dividendos pelas empresas da amostra – 2003 a 2012

Ano	Montante distribuído (R\$)	Variação anual (%) ano (t) / ano (t-1)	Empresas que distribuíram (Quantidade)	Empresas que não distribuíram (Quantidade)	Empresas que distribuíram (Proporção) (%)
2003	16.672.313.907	54,5	77	28	73,3
2004	23.903.893.359	43,4	81	24	77,1
2005	31.626.384.830	32,3	86	19	81,9
2006	34.429.421.903	8,9	89	16	84,8
2007	38.746.587.716	12,5	95	10	90,5
2008	40.863.885.442	5,5	89	16	84,8
2009	34.103.472.560	(16,5)	92	13	87,6
2010	56.275.382.037	65,0	96	9	91,4
2011	52.885.371.243	(6,0)	92	13	87,6
2012	48.443.334.393	(8,4)	80	25	76,2
TOTAL	377.950.046.391	-	877	173	83,5

Fonte: Elaborada pela autora.

Como pode ser observado na Tabela 3, para os dez exercícios analisados, precisamente 83,5% das empresas da amostra realizaram algum tipo de distribuição de recursos com seus acionistas ao longo do período, o que significa dizer que de um total de 1.050 observações, 877 se referem a distribuições realizadas. Esse resultado se assemelha ao de Fiorati (2007), que encontrou uma proporção de 76%, e ao de Nossa, Nossa e Teixeira (2007), que encontraram uma proporção entre 70% e 73%.

Entre 2003 e 2012 foram distribuídos com os acionistas aproximadamente R\$ 378 bilhões. Ao longo desse período de dez anos registraram-se variações anuais positivas em sete exercícios (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 e 2010), o que, em termos absolutos, leva a constatar uma crescente preferência ao aumento da distribuição de dividendos. Exemplificando, empresas tais como AES Tiete S.A., CCR S.A., Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – COELBA, Companhia Energética do Rio Grande do Norte – COSERN, Metisa Metalúrgica Timboense S.A., Neoenergia S.A., Saraiva S.A., Vale S.A., Weg S.A., ao longo dos dez anos analisados, aumentaram suas distribuições de dividendos comparativamente ao exercício anterior, em praticamente todos os períodos.

A distribuição via proporção do Lucro Líquido distribuível, ou *payout*, é demonstrada no Gráfico 4.

As evidências indicam que as companhias brasileiras distribuem dividendos não apenas para atender aos preceitos legais. Percebe-se que a distribuição de dividendos para o período analisado de 2003 e 2012 varia entre 40% e 64% do lucro líquido ajustado, o que ultrapassa o mínimo comumente previstos nos estatutos das empresas que são os 25% de distribuição. Em sua pesquisa baseada nos dados de 1998 a 2002, Loss (2004) encontrou proporções semelhantes, de 49,7%, 75,4%, 43,7%, 48,9% e 52,8%, respectivamente. Já Fonteles *et al.* (2012) encontraram uma proporção maior, de 71%, sendo que sua amostra reunia apenas as empresas listadas no Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa.

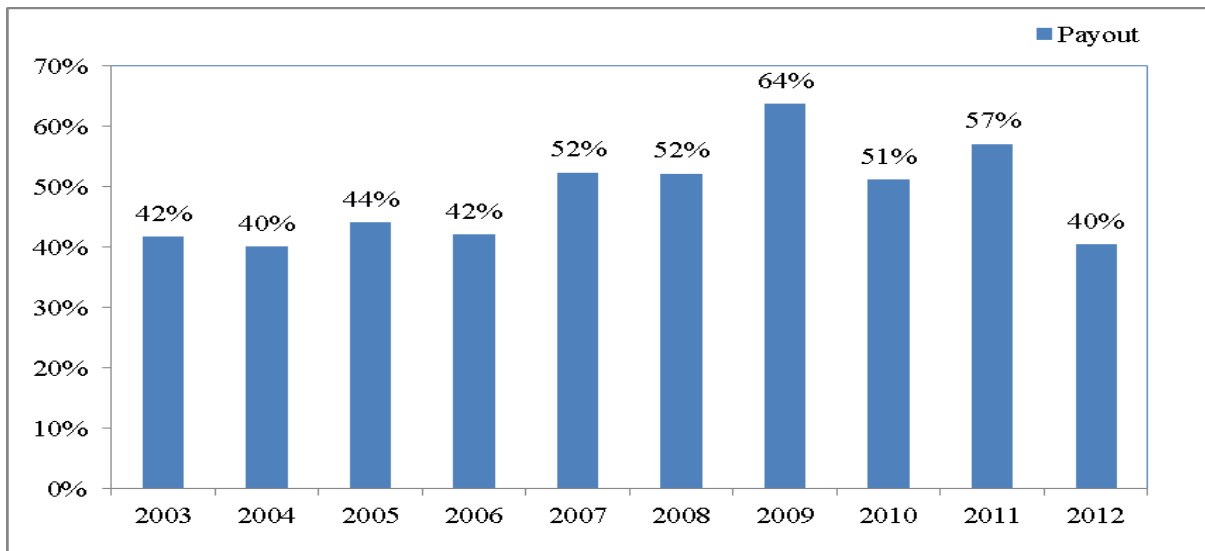


Gráfico 4 – Evolução do *payout* das empresas da amostra – 2003 a 2012

Fonte: Elaborado pela autora.

Outro aspecto interessante relativo à análise das empresas da amostra diz respeito à segregação da distribuição entre dividendos e juros sobre capital próprio, Gráfico 5.

Percebe-se no gráfico a seguir que a segregação da distribuição de dividendos é visivelmente balanceada. A distribuição sob a forma de dividendos (sejam dividendos mínimos obrigatórios ou dividendos prioritários) é apenas um pouco superior à distribuição via juros sobre capital próprio. Na média dos dez anos analisados, a proporção da distribuição via dividendos alcançou 53% do total distribuído, enquanto via juros sobre capital próprio assinalou 47%. Subentende-se pelo Gráfico 5 que grande parte da distribuição de resultados das empresas se dá em virtude da dedutibilidade fiscal. Este resultado diverge daquele encontrado por Fonteles *et al.* (2012), segundo os quais, em 2010, as empresas integrantes do IDIV distribuíram 21,8% via juros sobre capital próprio.

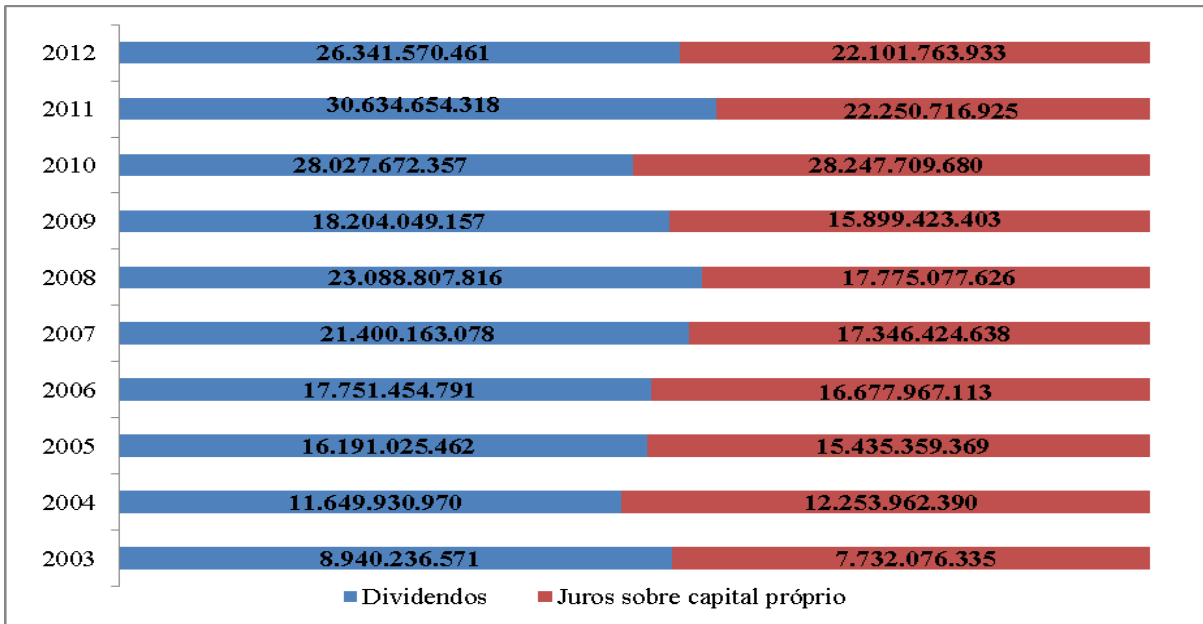


Gráfico 5 – Segregação da distribuição dos dividendos e dos juros sobre capital próprio – Em reais

Fonte: Elaborado pela autora.

A que se destacar que na base de dados desta pesquisa ocorreu o caso de que uma efetuou sua distribuição de resultados apenas através de JSCP como foi o caso da Companhia de Saneamento de Minas Gerais - COPASA MG, e 21 empresas que não se beneficiaram da tratativa fiscal do JSCP, ou seja, utilizaram como mecanismo de distribuição apenas os dividendos, a exemplo tem-se as seguintes empresas: 524 Participações S.A., Ampla Energia e Serviços S.A., Andrade Gutierrez Concessões S.A., CCR S.A., Energisa S.A., Klabin S.A. e a Companhia Brasileira de Distribuição.

O Gráfico 6 mostra a distribuição quantitativa anual das empresas da amostra por modalidade de destinação de lucros aos acionistas, por meio de dividendos e/ou juros sobre capital próprio, no período de 2003 a 2012.

No Gráfico 6, para cada ano são registradas 105 observações, distribuídas nas modalidades de destinação de lucros implementadas pelas empresas da amostra. Observa-se uma preferência pela distribuição de dividendos a não distribuição. Com efeito, a quantidade de empresas que não distribuía dividendos diminuiu ano a ano, com exceção de 2012. O principal motivo para a não distribuição foi a apuração de prejuízo em 106 observações de um total de 173 não distribuições. Os demais casos de não distribuição de dividendos ocorreram pelas demais situações previstas na Lei das S.A. tais como a compensação de prejuízos acumulados de exercícios anteriores e retenção por incompatibilidade com a situação financeira da companhia.

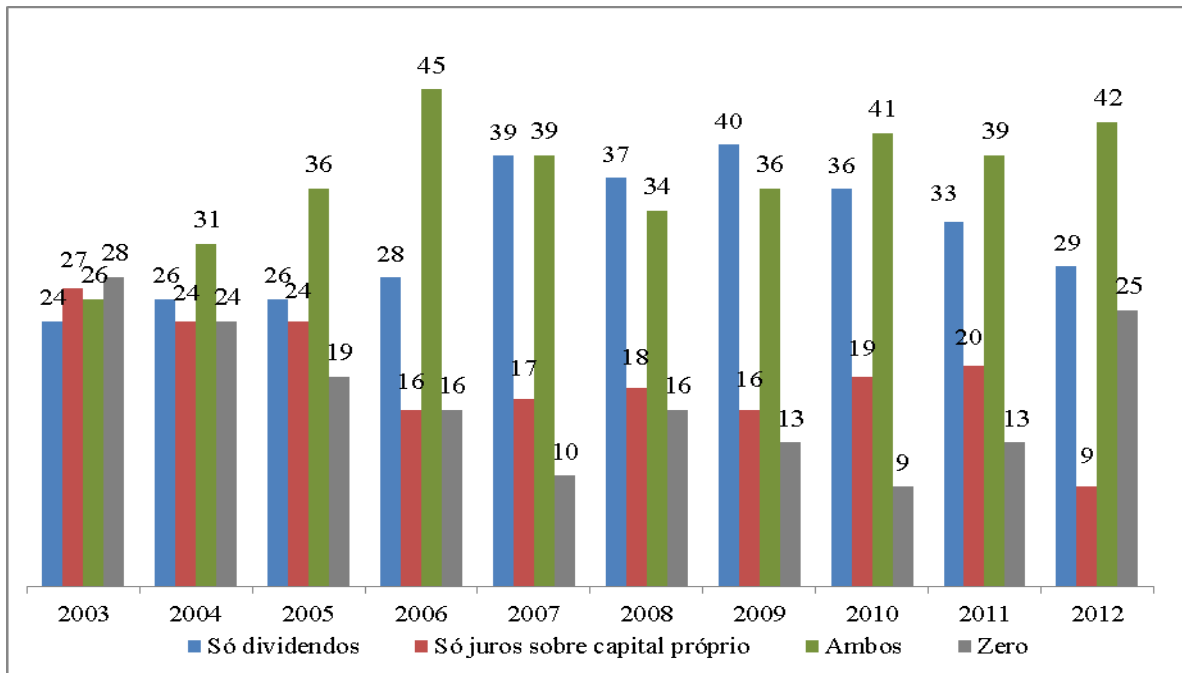


Gráfico 6 – Distribuição anual das empresas da amostra por modalidade de destinação de lucros aos acionistas – 2003 a 2012

Fonte: Elaborado pela autora.

A quantidade de empresas que fizeram uso da distribuição apenas sob a forma de juros sobre capital próprio também vem caindo. Consequentemente, percebe-se um crescimento do número de empresas que utilizam a estratégia de distribuição por meio de ambas as formas, o que contrasta com os resultados de Fiorati (2007), o qual encontrou crescimento na preferência das companhias pela utilização de juros sobre capital próprio. Já Agnes (2005) encontrou em sua base de dados de 205 observações entre 1996 e 2003 uma preferência de 61% das empresas pelo uso da distribuição apenas sob a forma de dividendos.

Cabe destacar que os resultados revelam a representatividade da proporção distribuída sob a forma de juros sobre capital próprio, levando a entender que as empresas da amostra buscam proteção tributária, haja vista a sua dedutibilidade na tributação (BRASIL, 1995), mas, também, há que se reforçar que não seria apenas esse o motivo, em virtude da elevada distribuição via dividendos.

A separação da amostra por tipo de atividade possibilita que também seja visualizada a distribuição de dividendos a partir da Tabela 4.

Para fins didáticos e de apresentação, decidiu-se pela segregação da distribuição de dividendos em três faixas: i) a primeira faixa considera *payouts* inferiores ou iguais a 25% do Lucro Líquido distribuível pelas companhias listadas na BM&FBovespa, o que significa que

para o Lucro Líquido ajustado, foi distribuído o mínimo obrigatório comumente usado como padrão, exigido pela Lei das S.A., explanada no referencial teórico; ii) a segunda faixa contempla as distribuições que representam *payouts* superiores a 25% e não superiores a 50% do Lucro Líquido distribuível; e iii) a terceira faixa engloba as distribuições correspondentes a *payouts* superiores a 50% do Lucro Líquido distribuível

Tabela 4 – Distribuição de dividendos por setor econômico e faixa de payout

Setor	Montante distribuído – Payout até 25% (R\$)	Proporção (%)	Montante distribuído – Payout entre 25% e 50% (R\$)	Proporção (%)	Montante distribuído – Payout acima de 50% (R\$)	Proporção (%)
Bens Industriais	53.442.851	0,3	4.195.904.419	2,5	5.456.709.233	2,9
Nº de observações	19	-	78	-	38	-
Construção e Transporte	1.155.056.038	5,7	241.006.279	0,1	5.999.939.777	3,1
Nº de observações	18	-	7	-	28	-
Consumo Cíclico	273.183.774	1,4	2.370.334.038	1,4	4.654.195.372	2,4
Nº de observações	16	-	78	-	51	-
Consumo Não Cíclico	1.040.724.398	5,2	6.621.784.243	4,0	40.666.726.542	21,1
Nº de observações	12	-	27	-	22	-
Materiais Básicos	14.758.935.718	73,1	50.318.109.764	30,1	27.797.540.589	14,4
Nº de observações	24	-	101	-	38	-
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-	0,0	80.867.832.461	48,4	-	0,0
Nº de observações	-	-	10	-	-	-
Tecnologia da Informação	12.972.034	0,1	87.211.000	0,5	14.656.000	0,8
Nº de observações	2	-	6	-	2	-
Telecomunicações	1.549.998.688	7,7	1.663.833.395	1,0	39.311.091.568	20,4
Nº de observações	10	-	5	-	24	-
Utilidade Pública	1.312.360.854	6,5	19.976.589.983	12,0	67.549.907.373	34,9
Nº de observações	33	-	86	-	142	-
TOTAL R\$ Distribuído	20.156.674.354	100,0	166.342.605.582	100,0	191.450.766.455	100,0
TOTAL Nº observações	134	-	398	-	345	-

Fonte: Elaborada pela autora.

Percebe-se que a distribuição aos acionistas apresenta grande disparidade entre os oito setores econômicos. O setor Utilidade Pública, por exemplo, encontra-se na faixa de maior distribuição de dividendos, representando 35% do montante de dividendos distribuídos, seguido dos setores Consumo Não Cíclico e Telecomunicações, cada um representando, aproximadamente, 21% da faixa de *payout*. Outros setores apresentaram distribuições de menor relevância.

Esses resultados são similares aos de Fonteles *et al.* (2012), segundo os quais os setores que mais distribuíram dividendos foram Finanças, Utilidade Pública e Consumo Não Cíclico. Vancin (2013) também identificou que os setores de energia elétrica (pertencente ao setor Utilidade Pública) e finanças/seguros apresentam características de distribuição de dividendos em nível elevado.

É possível constatar que a tendência de distribuição de dividendos por setor se mantém, haja vista que na pesquisa de Agnes (2005) o setor elétrico foi o que mais apresentou eventos de distribuição.

A distribuição das empresas da amostra por idade possibilita que também sejam visualizadas as distribuições de dividendos a partir da Tabela 5.

Tabela 5 – Distribuição de dividendos por faixa etária e faixa de *payout*

Faixa etária (anos de constituição da Companhia)	Montante distribuído – <i>Payout</i> até 25% (R\$)	Montante distribuído – <i>Payout</i> entre 25% e 50% (R\$)	Montante distribuído – <i>Payout</i> acima de 50% (R\$)	TOTAL (R\$)
Menos de 15 anos	1.474.836.661	9.153.023.208	103.100.005.825	113.727.865.693
Nº de observações	24	31	96	151
<i>Ticket</i> médio	61.451.528	295.258.813	1.073.958.394	753.164.673
Entre 15 a 45 anos incompletos	2.496.413.992	18.522.633.596	23.302.574.425	44.321.622.013
Nº de observações	49	138	104	291
<i>Ticket</i> médio	50.947.224	134.221.983	224.063.216	152.307.979
Mais de 45 anos	16.185.423.702	138.666.948.779	65.048.186.205	219.900.558.685
Nº de observações	61	229	145	435
<i>Ticket</i> médio	265.334.815	605.532.527	448.608.181	505.518.526
TOTAL	20.156.674.354	166.342.605.582	191.450.766.455	377.950.046

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 5, verifica-se que a primeira faixa etária apresenta o maior *ticket* médio de dividendos declarados R\$ 1.073.958.394, significando que as empresas com idade inferior a 15 anos apresentaram uma maior distribuição de dividendos, tanto em termos absolutos quanto no nível de distribuição via *payout*. A última faixa etária apresentou um *ticket* médio de R\$ 605.532.527, representando uma proporção de distribuição por *payout* no intervalo entre 25% e 50% de distribuição sobre o Lucro Líquido distribuível.

Ainda de acordo com a Tabela 5, pode-se inferir que esse resultado tende a corroborar, em parte, a Teoria do Ciclo de Vida, rapidamente explicada no referencial teórico, visto que, em geral, as empresas mais maduras, com poucas oportunidades de investimento, são mais propensas ao pagamento de dividendos (DENIS; OSOBOV, 2008). Já pelo resultado obtido na primeira faixa etária, pode-se deduzir que, mesmo não sendo maduras, as empresas tendem a sinalizar ao mercado alguma informação, ou melhor, alguma situação financeira através de uma maior distribuição de dividendos.

Com base na Tabela 5, 96 empresas possuem nível de distribuição acima de 50% de *payout* referente à faixa etária de empresas constituídas recentemente, vale comentar que 13 delas possuíam inclusive um nível máximo de *payout* com 100% de distribuição dos seus dividendos declarados. A exemplo dessas empresas constituídas recentemente com nível máximo de *payout* tem-se a AES Tiete S.A., CPFL Energia S.A., EDP - Energias do Brasil S.A., Light S.A., Tim Participações S.A. e a Tractebel Energia S.A. Outro dado importante é que oito das 13 empresas comentadas englobam-se no setor de Utilidade Pública, suportando também, os resultados da Tabela 4.

Para melhor visualização do comportamento dos dividendos, são elencados a seguir quatro diagramas de dispersão, correlacionando as variáveis dependentes do estudo (Lucro Líquido e Ebitda) com a variável explicativa, ou seja, os dividendos declarados (DIV). Posteriormente, serão executados os testes estatísticos.

Os diagramas de dispersão apresentados nos gráficos 7 a 10 mostram evidências de correlação positiva entre a variável Dividendos (DIV) e as variáveis de desempenho futuro (Lucro Líquido e Ebitda) para os períodos posteriores à declaração dos dividendos, t_1 e t_2 .

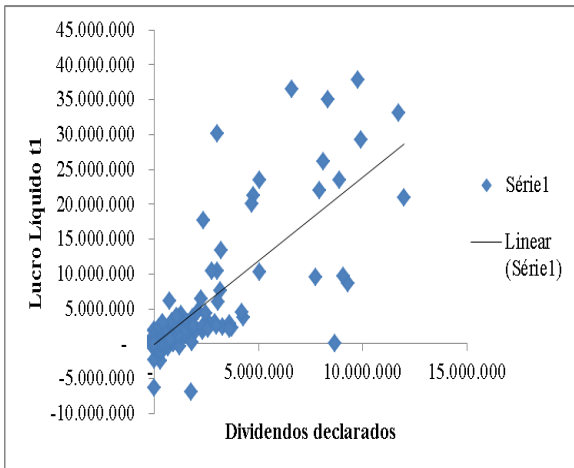


Gráfico 7 – Dividendos x Lucro Líquido (em t_1)
Fonte: Elaborado pela autora.

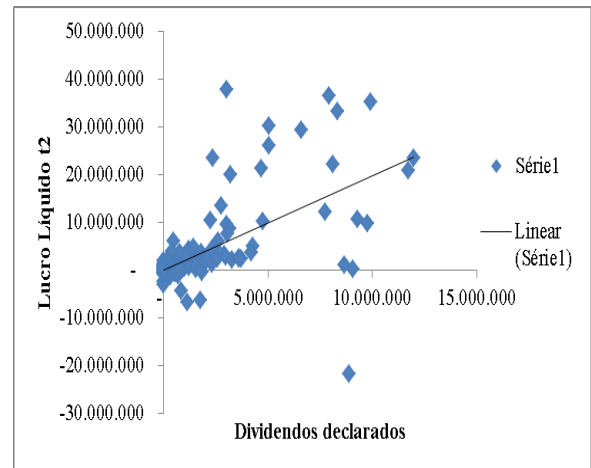


Gráfico 8 – Dividendos x Lucro Líquido (em t_2)
Fonte: Elaborado pela autora.

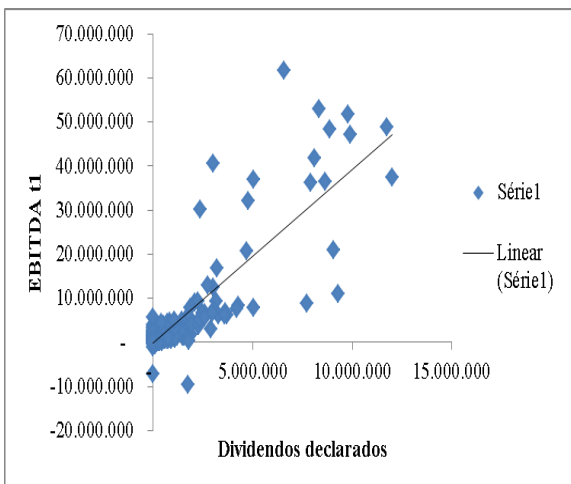


Gráfico 9 – Dividendos x Ebitda (em t_1)
Fonte: Elaborado pela autora.

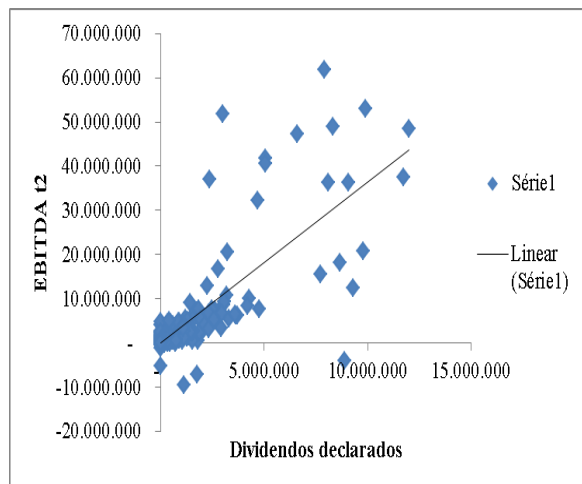


Gráfico 10 – Dividendos x Ebitda (em t_2)
Fonte: Elaborado pela autora.

A Tabela 6 apresenta os valores de estatística descritiva das variáveis utilizadas nos modelos a serem estimados no tópico a seguir.

A tabela 6 apresenta os mais variados resultados para as variáveis Dividendos, Lucro Líquido, EBITDA, Patrimônio Líquido, Tamanho e Idade da Companhia. Na base de dados desta pesquisa existem desde empresas em início de suas atividades, com três anos de constituição, até empresas maduras com idade acima de 120 anos de constituição. Quanto ao tamanho da companhia, sendo este mensurado pelo valor do ativo total, empresas que possuem apenas R\$ 35 mil reais de ativo enquanto outras possuem ativo total acima de R\$ 500 bilhões.

Para as variáveis explicativas, Ebitda e Lucro Líquido, existem valores positivos e negativos, ou seja, empresas que apresentaram prejuízos e lucro antes dos impostos e resultado financeiro negativo. Sendo os valores negativos, desconsiderados na estatística do modelo. Para os valores de Dividendos distribuídos ou Dividendos declarados, ambas as nomenclaturas significam a mesma natureza nesta pesquisa, também há uma variação bastante relevante, Companhias que distribuem bastante dividendos e companhias que não distribuem, pelos motivos já explicados nos gráficos anteriores.

Tabela 6 – Estatística descritiva das variáveis

Estatística	Dividendos (R\$)	Lucro Líquido (R\$mil)	Ebitda (R\$mil)	Patrimônio Líquido (R\$mil)	Tamanho (ativo total) (R\$mil)	Idade (anos)
<i>Todos os eventos (N =1050)</i>						
Média	359.952.425	762.280	1.229.909	5.447.162	9.950.177	46
Desvio-padrão	1.155.428.399	3.288.537	4.985.749	22.610.101	36.788.748	27
Mediana	32.593.000	89.408	196.790	856.026	1.615.662	45
Limite inferior	-	(6.878.916)	(9.482.865)	34	35	3
Limite superior	12.000.937.176	37.813.723	61.745.082	343.439.645	564.952.519	121
<i>Aumento nos dividendos (N =130)</i>						
Média	462.329.363	946.029	1.399.530	5.851.866	9.898.525	46
Desvio-padrão	1.281.064.148	3.481.147	5.205.472	23.202.111	36.723.165	27
Mediana	80.072.572	182.953	292.493	972.306	2.040.628	45
Limite inferior	99.795	(2.351.639)	(1.177.124)	103	503	4
Limite superior	12.000.937.176	36.469.549	61.745.082	330.474.562	494.180.658	121
<i>Decréscimo nos dividendos (N =361)</i>						
Média	327.559.617	747.057	1.343.951	6.418.590	11.592.179	49
Desvio-padrão	1.131.619.559	3.530.082	5.468.574	25.396.800	42.669.037	26
Mediana	28.396.772	76.687	203.330	1.129.413	2.012.553	46
Limite inferior	-	(6.878.916)	(9.482.865)	34	35	4
Limite superior	9.062.863.757	37.813.723	51.743.785	343.439.645	564.952.519	118
<i>Sem variação nos dividendos (N =559)</i>						
Média	9.683.930	14.429	183.850	1.009.358	2.704.876	40
Desvio-padrão	107.574.009	187.329	454.868	2.299.595	5.651.159	30
Mediana	-	(61)	14.218	181.243	650.799	38
Limite inferior	-	(704.706)	(196.679)	300	318	3
Limite superior	1.226.688.000	1.286.470	2.489.591	15.155.756	27.937.267	116

Fonte: Elaborada pela autora.

Em resumo, o elevado desvio-padrão das variáveis apresentadas na Tabela 6 indica uma considerável dispersão dos valores observados em torno da média. Em relação aos testes de normalidade dos resíduos, foi considerado, por hipótese, que os resíduos da amostra apresentam distribuição normal.

4.2 A relação entre as mudanças nos dividendos e desempenho futuro

Pode haver diferenças significativas de comportamento entre diferentes estruturas de mercado e empresas. De qualquer maneira, os testes realizados a seguir utilizam a amostra das empresas listadas na BM&FBovespa objetivando a confirmação dos princípios teóricos da sinalização dos dividendos. Todavia, deve-se atentar para a possibilidade de que o setor econômico, a idade, o tamanho e a presença de acionista controlador podem influenciar diferentes visualizações quanto à possibilidade de os dividendos realmente sinalizarem perspectivas de lucratividade para o mercado. Assim sendo, serão inseridas outras variáveis no modelo inicialmente proposto por Nissim e Ziv (2001), para se levar em conta essa possibilidade.

Os modelos escolhidos para investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa sob a ótica da Teoria da Sinalização foram estimados via Mínimos Quadrados Agrupados, a conhecer nas tabelas 7 a 12.

Iniciou-se a estimação com a modelagem básica trazida desde o estudo de Benartzi, Michaely e Thaler (1997) e adaptada por Nissim e Ziv (2001), conforme explanado no referencial teórico.

Os modelos estimados nas tabelas 7 e 8 examinam a correlação entre a taxa de variação dos dividendos no ano zero e as mudanças no desempenho futuro para os anos 1 e 2, deflacionados pelo valor contábil do Patrimônio Líquido do ano inicial das mudanças dos dividendos.

O modelo da Tabela 7 utiliza a variável Lucro Líquido para representar o desempenho futuro. É possível verificar que em ambos os anos (t_1 e t_2), α_1 é negativo e significativo. Os valores apresentados na Tabela 7 vão de encontro aos resultados extraídos da literatura, os quais apresentam uma relação de não significância (DECOURT *et al.*, 2007; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010), ou mesmo, no melhor cenário, uma relação de

significância positiva (RAMOS *et al.*, 2014). Conseqüentemente, esse resultado não demonstra suporte à Teoria da Sinalização, previamente discutida.

Tabela 7 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 1)

$$\text{Modelo 1: } (LL_{\tau} - LL_{\tau-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
<i>R</i> Δ <i>DIV</i>	-0.00000101** (0.000000506)	-0.000000156** (0.0000000747)
<i>ROE</i> _{$\tau-1$}	-0.009806*** (0.0030147)	-0.0075602 *** (0.0017036)
Constante	0.1833425*** (0.0407315)	0.1382798*** (0.03278)
Nº de observações	910	910
<i>F</i> (2,967)	9.06	10.10
<i>Prob</i> > <i>F</i>	0.0001	0,0000
<i>R</i> ²	0.2473	0.1890

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) *R* Δ *DIV*₀ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) A variável de desempenho futuro é o Lucro Líquido. (5) *B*₋₁ é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro.

(6) *ROE* _{$\tau-1$} é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (7) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (8) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910.

Fonte: Elaborada pela autora.

O modelo da Tabela 8 utiliza a variável Ebitda para representar o desempenho futuro. É possível concluir que em ambos os anos (t_1 e t_2), α_1 é insignificante. Esse resultado não demonstra suporte à Teoria da Sinalização, previamente discutida. Ele se assemelha ao que foi encontrado por Fiorati (2007), que utilizou o Ebitda também como variável de desempenho futuro, sem, no entanto, encontrar correlação significativa.

Nas tabelas 7 e 8 encontrou-se uma relação negativa significativa com a variável de controle adicional ROE, pelo fato de o ROE constituir uma variável importante na previsão de alterações de lucratividade futura e ter relação positiva com os dividendos e, conseqüentemente, negativa com a lucratividade futura, como já explicado no referencial teórico.

A significância negativa, quando se verifica a relação entre a variação dos dividendos e o Lucro Líquido futuro, não foi evidenciada em estudos anteriores.

Tabela 8 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 1)

$$\text{Modelo 1: } (EBITDA_{\tau} - EBITDA_{\tau-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \alpha_1 R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{\tau-1} + \varepsilon_{\tau}$$

	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
<i>R</i> Δ <i>DIV</i>	-0.000000778 (0.000000593)	-0.0000000858 (0.000000109)
<i>ROE</i> _{$\tau-1$}	-0.0147231* (0.008604)	-0.0084349*** (0.0022119)
Constante	0.2378079*** (0.0890764)	0.1217494 *** (0.0482277)
Nº de observações	910	910
<i>F</i> (3,906)	6.37	7.30
<i>Prob</i> > <i>F</i>	0.0018	0.0007
<i>R</i> ²	0.0863	0.0513

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) $R\Delta DIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) A variável de desempenho futuro é o Ebitda. (5) B_{-1} é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro.

(6) $ROE_{\tau-1}$ é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (7) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (8) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910.

Fonte: Elaborada pela autora.

Em virtude dos resultados anteriores serão apresentadas outras estimativas com modelagens mais completas como mostram as tabelas 9 a 12.

Na sequência, os modelos estimados nas tabelas 9 e 10 examinam a relação entre a taxa de variação dos dividendos no ano zero e as mudanças no desempenho futuro para os anos 1 e 2, deflacionadas pelo valor contábil do Patrimônio Líquido do ano inicial das mudanças dos dividendos. Adicionalmente, para a variável explicativa dividendos foi segregada a sua variação, positiva ou negativa, sendo positiva quando há acréscimo na distribuição de dividendos no ano-evento, e negativa quando há decréscimo. A estatística descritiva apresentada na Tabela 6 sugere que as variações nos dividendos não são simétricas para aumentos ou reduções. Consequentemente, uma segregação nos coeficientes do modelo entre variação positiva e variação negativa da distribuição dos dividendos possibilita que as relações entre as variáveis sejam estimadas de forma mais coerente.

O modelo da Tabela 9 utiliza a variável Lucro Líquido para representar o desempenho futuro. É possível verificar que para o período futuro t_1 , o coeficiente α_1 é positivo e

significante quando do acréscimo dos dividendos, o que demonstra suporte à Teoria da Sinalização. Contudo, foi estimado para o acréscimo dos dividendos em t_2 um coeficiente negativo e significativo, o que não condiz com os estudos anteriores, que encontraram também significância positiva para os dois anos posteriores ao da distribuição dos dividendos (GRULLON *et al.*, 2003; NISSIM; ZIV, 2001). Chen e Kao (2014), inclusive, encontram relação positiva e significativa para os quatros anos posteriores.

Tabela 9 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 2)

$$\text{Modelo 2: } \frac{(LL_t - LL_{t-1})}{B_{-1}} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 CE_0 + \varepsilon_t$$

	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
$DPC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,00000306*** (0,00000116)	-0,00000299*** (0,00000103)
$DNC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,0614932 (0,0485825)	0,1299999*** (0,0444391)
ROE_{t-1}	-0,008049*** (0,0026803)	-0,0070187*** (0,0011913)
CE_0	-0,1420812* (0,0767683)	0,0254197 (0,027957)
Constante	0,1553112*** (0,0427207)	0,1562525*** (0,0319446)
Nº de observações	910	910
$F(4, 905)$	7,62	11,44
$Prob > F$	0,0000	0,0000
R^2	0,5399	0,3248

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) $R\Delta DIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC (DNC) são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos. (5) A variável de desempenho futuro é o Lucro Líquido. (6) B_{-1} é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) ROE_{t-1} é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) CE_0 é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (10) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910.

Fonte: Elaborada pela autora.

A relação entre o decréscimo de dividendos e o Lucro Líquido futuro também não apresentou consistência com outros estudos anteriores, os quais identificaram uma relação de significância negativa para todos os períodos futuros (CHEN; KAO, 2014), ou, em alguns casos, uma não significância (GRULLON *et al.*, 2003; NISSIM; ZIV, 2001). Estudos

brasileiros não segregam as variações dos dividendos entre positivas e negativas (FIORATI, 2007; RAMOS *et al.*, 2014; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010), como faz a presente pesquisa.

A Tabela 10 utiliza a variável Ebitda para representar o desempenho futuro. Nessa estimação, as relações comportaram-se de forma similar aos resultados da Tabela 9. É possível verificar que para o período futuro t_1 , o coeficiente α_1 é positivo e significativo quando do acréscimo dos dividendos, o que demonstra suporte à Teoria da Sinalização. Contudo, foi estimado para o acréscimo dos dividendos em t_2 um coeficiente negativo e significativo, o que não condiz com os estudos anteriores.

Tabela 10 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 2)

$$\text{Modelo 2: } \frac{(EBITDA_t - EBITDA_{t-1})}{B_{-1}} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{t-1} + \alpha_3 CE_0 + \varepsilon_t$$

	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
$DPC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,0000033*** (0,00000116)	-0,00000298*** (0,00000104)
$DNC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,0702529 (0,0685432)	0,1388762** (0,0673411)
ROE_{t-1}	-0,0009114 (0,0015861)	-0,009133*** (0,0030726)
CE_0	-0,7898148*** (0,2197916)	-0,4984006*** (0,1743542)
Constante	0,0629924* (0,0393245)	0,2070818*** (0,0408915)
Nº de observações	910	910
$F(4, 905)$	19,07	9,67
$Prob > F$	0,0000	0,0000
R^2	0,7979	0,6561

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) $R\Delta DIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC (DNC) são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos. (5) A variável de desempenho futuro é o Ebitda. (6) B_{-1} é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) ROE_{t-1} é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) CE_0 é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (10) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910.

Fonte: Elaborada pela autora.

Da mesma forma que na Tabela 9, foi identificada uma relação negativa significativa com a variável de controle adicional ROE.

Os modelos estimados nas tabelas 11 e 12 examinam a relação entre a taxa de variação dos dividendos no ano zero e as mudanças no desempenho futuro para os anos 1 e 2, deflacionadas pelo valor contábil do Patrimônio Líquido do ano inicial das mudanças dos dividendos. A variável explicativa dividendos continua a ser estimada de forma segregada, entre sua variação considerada positiva ou negativa, quando há acréscimo ou decréscimo na distribuição de dividendos no ano-evento, respectivamente. Adicionalmente, como outra contribuição desta pesquisa, foram incluídas algumas variáveis *dummies*, a fim de se conhecer se há influência nos resultados em virtude de características específicas das empresas.

Na Tabela 11, é possível verificar que para o período futuro t_1 , o coeficiente α_1 é positivo e significativo quando do acréscimo dos dividendos, ao ser correlacionado com a variável de desempenho Lucro Líquido, o que mais uma vez demonstra suporte à Teoria da Sinalização. Contudo, o coeficiente negativo e significativo em t_2 não condiz com as conclusões de pesquisas anteriores.

Igualmente como encontrado nas tabelas 9 e 10 foi identificada uma relação negativa significativa com a variável de controle adicional ROE.

As *dummies* de características, com exceção da presença de acionista controlador, não apresentam uma relação consistente com o desempenho futuro nas empresas da amostra. Sob o arcabouço teórico da Teoria da Agência, os estudos de La Porta *et al.* (2000) e Lintner (1956) encontram que a presença de um acionista majoritário se apresenta negativamente relacionada com a política de dividendos, em sintonia com a hipótese de expropriação de riqueza de acionistas minoritários. Por semelhança, a relação com o desempenho futuro deveria ser negativa. Contudo, o resultado foi contrário.

Tabela 11 – Dividendos e Lucro Líquido futuro (modelo 3)

Modelo 3:		
$\frac{(LL_{\tau} - LL_{\tau-1})}{B_{\tau-1}} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \alpha_2 ROE_{\tau-1} + \alpha_3 CE_0 + \alpha_4 IDADE + \alpha_5 ATIVO + \alpha_6 D^{CON} + \alpha_7 D^{EST} + \varepsilon_{\tau}$		
	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
$DPC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,00000307*** (0,00000117)	-0,00000299*** (0,00000102)
$DNC_0 \times R\Delta DIV_0$	0,064104 (0,049971)	0,1310865*** (0,0422338)
$ROE_{\tau-1}$	-0,0080763*** (0,0027235)	-0,0070335*** (0,0012457)
CE_0	-0,1432024* (0,0768028)	0,023871 (0,0275976)
$IDADE$	-0,0000049 (0,0005588)	-0,0006259 (0,0007555)
$ATIVO$	0,008464 (0,0224172)	0,0128226 (0,026309)
D^{CON}	0,0640477(**) (0,0287271)	0,0632669(**) (0,0316946)
D^{EST}	-0,121792(*) (0,0693006)	-0,0808865 (0,0685066)
Constante	0,0239124 (0,3355371)	-0,0088795 (0,4177946)
Nº de observações	910	910
$F(8,901)$	5,11	5,51
$Prob > F$	0,0000	0,0000
R^2	0,5422	0,3297

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) $R\Delta DIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC (DNC) são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos. (5) A variável de desempenho futuro é o Lucro Líquido. (6) $B_{\tau-1}$ é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) $ROE_{\tau-1}$ é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) CE_0 é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (10) Idade, Ativo, D^{CON} , D^{EST} são *dummies* que levam em conta a possibilidade de os resultados serem influenciados por fatores como, suas idades de constituição, seus tamanhos, a presença de acionista controlador e a presença de acionista controlador estatal. (11) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910. (12) A *dummy* de Setor não apresentada no modelo da tabela foi também estimada, sem, no entanto, apresentar significância.

Fonte: Elaborada pela autora.

No último modelo, presente na Tabela 12, o Ebitda é utilizado para representar o desempenho futuro.

Tabela 12 – Dividendos e Ebitda futuro (modelo 3)

Modelo 3:		
$\frac{(EBITDA_{\tau} - EBITDA_{\tau-1})}{B_{-1}} = \alpha_0 + \alpha_{1p} DPC_0 \times RADIV_0 + \alpha_{1n} DNC_0 \times RADIV_0 + \alpha_2 ROE_{\tau-1} + \alpha_3 CE_0 + \alpha_4 IDADE + \alpha_5 ATIVO + \alpha_6 D^{CON} + \alpha_7 D^{EST} + \varepsilon_{\tau}$		
	Para $\tau = 1$	Para $\tau = 2$
$DPC_0 \times RADIV_0$	0,00000333*** (0,00000117)	-0,00000298*** (0,00000103)
$DNC_0 \times RADIV_0$	0,0884513(*) (0,0534615)	0,1487873** (0,0700122)
$ROE_{\tau-1}$	-0,0008095 (0,0015673)	-0,0090429*** (0,0030298)
CE_0	-0,7914598*** (0,2153106)	-0,5000934*** (0,1713659)
$IDADE$	0,0015094 (0,0014281)	0,0001796 (0,0012897)
$ATIVO$	0,0478378 (0,0604447)	0,0426279 (0,0520481)
D^{CON}	-0,0171581 (0,0633342)	0,0358726 (0,0509875)
D^{EST}	-0,1071019 (0,0867553)	-0,105885 (0,0935735)
Constante	-0,6738982 (0,9334481)	-0,408838*** (0,7770301)
Nº de observações	910	910
$F(8, 901)$	13,51	5,52
$Prob > F$	0,0000	0,0000
R^2	0,8004	0,6597

Notas:

(1) Erros-padrão em parêntesis robustos à heterocedasticidade. (2) (***) indica significância a 1%; (**) indica significância a 5%; (*) indica significância a 10%. (3) $RADIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC (DNC) são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos. (5) A variável de desempenho futuro é o Ebitda. (6) B_{-1} é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) $ROE_{\tau-1}$ é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) CE_0 é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 10 anos, sendo de 2003 a 2012 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2014 para a variável desempenho futuro. (10) Idade, Ativo, D^{CON} , D^{EST} são *dummies* que levam em conta a possibilidade de os resultados serem influenciados por fatores como, suas idades de constituição, seus tamanhos, a presença de acionista controlador e a presença de acionista controlador estatal. (11) Para a estimação do modelo, decidiu-se excluir os *outliers* da amostra, para que os resultados não fossem impactados, de modo que para a amostra completa, que continha 1.050 observações, remanesceram 910. (12) A *dummy* de Setor não apresentada no modelo da tabela foi também estimada, sem, no entanto, apresentar significância.

Fonte: Elaborada pela autora.

Nessa estimação, as relações comportaram-se de forma similar aos resultados da Tabela 11. Mais uma vez o resultado positivo e significativo do coeficiente α_1 em t_1 demonstra suporte à Teoria da Sinalização. Contudo, para o acréscimo dos dividendos em t_2 , foi identificado um coeficiente negativo e significativo, sem, no entanto, apresentar consistência com estudos anteriores, os quais identificavam uma relação de significância negativa para todos os períodos futuros (CHEN; KAO, 2014), ou, em alguns casos, uma não significância (GRULLON *et al.*, 2003; NISSIM; ZIV, 2001). Para o caso da variável de desempenho Ebitda, não foi percebida nenhuma característica que apresentasse correlação consistente com desempenho futuro nas empresas da amostra.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Teoria da Sinalização resulta do fato de os mercados operarem com informações assimétricas vem sendo explicada ou testada sob duas vertentes: a de que há informação assimétrica presente no mercado e, a de que existe conteúdo informacional intrínseca no próprio objeto de estudo. No âmbito da política de dividendos, objeto de estudo desta pesquisa, pretende-se aprofundar o conhecimento se a política de dividendos pode representar-se como uma ferramenta de sinalização para o mercado. Pesquisas anteriores a esta, as quais aceitam a hipótese de sinalização dos dividendos, foram utilizadas como fundamentação teórica, sendo os mais citados: Chen e Kao (2014), Fiorati (2007), Fonteles *et al.* (2012), Nissim e Ziv (2001), Nossa, Nossa e Teixeira (2007), Ramos *et al.* (2014), Watts (1973) e Xavier Filho *et al.* (2010).

Sob a mesma perspectiva, mas com algumas contribuições, esta pesquisa teve como objetivo geral investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa. Para consecução do objetivo geral, foram delineados três objetivos específicos: 1) caracterizar as empresas integrantes da BM&FBovespa em termos das variáveis explicativas e dependentes escolhidas; 2) traçar um panorama das políticas de dividendos adotadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa; e 3) verificar se as mudanças de dividendos distribuídos é reconhecido pelo mercado como ferramenta sinalizadora acerca da persistência das mudanças sucedidas de desempenho futuro.

A amostra da pesquisa foi constituída por 105 companhias listadas na BM&FBovespa durante o período de 2002 a 2014, o que correspondeu a 1.050 observações. Para as estimações estatísticas, após a retirada dos dados *outliers*, remanesceram 910 observações.

Para representar o desempenho futuro foram utilizadas duas variáveis, o Lucro Líquido, utilizado como variável dependente em praticamente todas as pesquisas sobre o assunto, e a variável EBITDA, utilizada anteriormente em apenas uma pesquisa [Fiorati (2007)]. Logicamente, a variável explicativa da pesquisa são os dividendos distribuídos aos acionistas também chamados de dividendos declarados.

Portanto, à luz da Teoria da Sinalização, e tomando por base nos achados de estudos anteriores, a presente pesquisa adotou a hipótese geral de que há uma relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro das companhias listadas na BM&FBovespa.

Quanto à caracterização das empresas integrantes da BM&FBovespa componentes da amostra analisada, primeiro objetivo específico desta pesquisa, foi possível concluir que: (i) a maioria pertence ao mercado tradicional, seguida das empresas classificadas no Novo Mercado; (ii) atuam predominantemente nos setores Utilidade Pública e Materiais Básicos; (iii) a sua grande maioria se encontram na faixa etária de constituição acima de 45 anos, sendo isso um indicativo de maturidade; (iv) praticamente 1/3 da amostra possui alto grau de concentração, sendo 34 com controle acionário com a presença de acionista majoritário com direito a voto; e (v) não se verificou uma proporção relevante para a presença de acionistas estatais majoritários, já que foram detectados apenas cinco casos.

O panorama das políticas de dividendos adotadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa retrata que: (i) mais de 80% realizaram algum tipo de distribuição de recursos aos seus acionistas ao longo dos 10 anos analisados representando aproximadamente R\$ 388 bilhões entre dividendos e juros sobre capital próprio; (ii) há uma tendência de preferência pelo aumento da distribuição, já que em sete dos dez exercícios registrou-se aumento de dividendos em comparação com os exercícios imediatamente anteriores; (iii) existe um equilíbrio na política de distribuição via dividendos e/ou juros sobre capital próprio, com 53% e 47%, respectivamente; e (iv) em termos quantitativos percebe-se o crescimento do número de empresas que se utilizam da estratégia de distribuição via ambas as formas.

Também identificou-se: (i) que o setor de atividade Utilidade Pública encontra-se na faixa de maior *payout* de dividendos, acima de 50%; (ii) um maior *ticket* médio de dividendos declarados, apresentado nas empresas classificadas na faixa etária inferior a 15 anos, qualitativamente, tende a sinalizar ao mercado alguma informação através de uma maior distribuição de dividendos; (iii) através dos diagramas de dispersão, correlacionando as variáveis dependentes do estudo com a variável explicativa, encontraram-se evidências de correlação positiva entre os dividendos declarados e as variáveis de desempenho futuro (Lucro Líquido e Ebitda) nos períodos t_1 e t_2 posteriores à declaração dos dividendos.

Para verificar, independentemente do cenário econômico, se o sinal das mudanças de dividendos distribuídos é reconhecido pelo mercado como ferramenta sinalizadora acerca da persistência das mudanças sucedidas de desempenho e, conseqüentemente, atingir o terceiro objetivo específico desta pesquisa, foi realizada uma análise de regressão via dados em painel de efeito *pooled* usando a metodologia dos Mínimos Quadrados Agrupados para a estimação dos coeficientes dos três modelos escolhidos para representação.

Dois dos modelos apresentados na metodologia já foram testados pela literatura estrangeira, enquanto o terceiro modelo, proposto nesta pesquisa, viria a complementar a análise para levar em conta a possibilidade dos setores em que atuam as empresas, suas idades, seus tamanhos e a presença de acionista controlador, os quais poderiam influenciar diferentes visualizações quanto à possibilidade de os dividendos realmente sinalizarem perspectivas de lucratividade para o mercado.

Os resultados obtidos na estimação do coeficiente α_1 referente ao modelo (1) para a variável de desempenho Lucro Líquido não apresentaram consistência com literaturas anteriores os quais demonstram que não há relação de significância ou mesmo, no melhor cenário, uma relação de significância positiva. Já para a variável de desempenho EBITDA a relação com os dividendos apresentou-se insignificante, o que condiz com outras pesquisas nas quais se concluem pela não aceitação da hipótese de que os dividendos não sinalizam lucratividade futura. O resultado da estimação deste primeiro modelo nos leva a utilizar uma segunda modelagem, mais elaborada, onde a variável explicativa dividendos foi segregada entre positiva e negativa, quando há acréscimo ou decréscimo na distribuição de dividendos no ano evento, respectivamente.

Os resultados obtidos na estimação do coeficiente α_{1p} referente ao modelo (2), tanto para a variável de desempenho futuro Lucro Líquido quanto para o EBITDA são positivos e significantes para o período futuro (t_1) o que demonstra suporte à teoria da sinalização. Quanto ao coeficiente que representa decréscimo dos dividendos α_{1n} não apresentou consistência nos sinais e significância com as literaturas internacionais, as quais identificavam relação de significância negativa para todos os períodos futuros. Não é possível corroborar os resultados com outras pesquisas no cenário brasileiro visto que os pesquisadores não segregam as variações dos dividendos entre positivas ou negativas.

Em relação a estimação do modelo (3) proposto nesta pesquisa, utilizou-se do mesmo formato do modelo (2) apenas incluindo algumas variáveis *dummies* a fim de conhecer se há influencia nos resultados em virtude de características específicas das empresas, tais como, idade, tamanho, setor de atuação, presença de acionista controlador e presença de acionista controlador estatal. Por fim, os resultados obtidos na estimação do coeficiente α_{1p} são similares ao do modelo (2), positivos e significantes, para ambas as variáveis de desempenho em (t_1), o que, mais uma vez demonstra suporte à teoria da sinalização. Quanto às *dummies* de

características não foi encontrado uma relação específica e consistente com o desempenho futuro das empresas analisadas.

Como conclusão desta pesquisa, tem-se que para as duas variáveis, Lucro Líquido e EBITDA, escolhidas como *proxy* de desempenho futuro, ambas apresentam indícios de presença de conteúdo informacional na política de dividendos, confirmando a hipótese sobre a sinalização que as variações positivas nos dividendos no período futuro mais próximo (t_1) quando se utiliza das duas modelagens mais completas (modelos 2 e 3). Contudo, quando o futuro se distancia do ano evento da distribuição de dividendos, a exemplo o futuro (t_2), não é mais possível corroborar a teoria, bem como, conclui-se também que o modelo 1, previsto na metodologia, não representa a modelagem mais consistente na busca da confirmação ou não da teoria da sinalização.

Os dividendos sempre representam aspectos controversos, e diversos modelos obtêm diferentes resultados, tanto para o mercado brasileiro, como para o dos EUA. Por consequência, algumas limitações principais desse estudo podem ser apontadas: i) o período analisado apenas de 10 anos, comparativamente com outros estudos no mercado americano os quais possuem mais de 30 anos de base de dados, contudo, esta limitação se dá involuntariamente em virtude da prematuridade do mercado brasileiro e; ii) o uso de uma modelagem linear.

Conseqüentemente, a análise realizada neste estudo pode ser complementada. Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de uma modelagem diferenciada para fins de comparação de resultados. Outra alternativa poderia ser a segregação da variável explicativa dividendos em dois tipos: dividendos e juros sobre capital próprio, a fim de se verificar se as relações entre cada um deles e o desempenho futuro poderiam aparecer de forma mais clara ou trazendo novos resultados. Ademais, poderiam ser consideradas ainda outras variáveis quanto ao que se caracteriza como “desempenho” para aplicação ao modelo: ROA (*Return On Assets*), ROIC (*Return On Invested Capital*), Receita e Fluxo de Caixa Livre (FCL).

Esta pesquisa se encerra não objetivando a finalização da discussão sobre a capacidade dos dividendos de sinalizar ao mercado sobre a situação financeira futura das empresas, mas trazendo resultados capazes de contribuir para ratificação da hipótese de sinalização.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R.; CAO, J.; CHEN, F. Information environment, dividend changes, and signaling: evidence from ADR firms. *Contemporary Accounting Research*, v. 29, n. 2, p. 403-431, Summer, 2012.
- AGNES, M. P. *Sinalização com dividendos em um ambiente sem impostos: evidências do Brasil*. 2005. 153 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- AIVAZIAN, V.; BOOTH, L.; CLEARY, S. Dividend policy and the organization of capital markets. *J. of Multi. Fin. Manag.*, v. 13, p. 101-121, 2003.
- AKERLOF, G. The market for lemons: qualitative uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.
- ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, p. 159-178, 1968.
- BAR-YOSEF, S.; LIVNAT, J. Auditor selection: an incentive signaling approach. *Accounting and Business Research*, v. 14, n. 56, 1984.
- BENARTZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past?. *The Journal of Finance – Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting – American Finance Association*, New Orleans, v. 52, n. 3, p. 1.007-1.034, July, 1997.
- BHAT, Gauri *et al.* Does corporate governance transparency affect the accuracy of analyst forecast? *Accounting and Finance*, v. 46, p. 715-732, 2006.
- BHATTACHARYA, S. An exploration of nondissipative dividend-signaling structures. *The Journal of Financial and Quantitative Analyses*, v. 14, n. 4, p. 667-668, November, 1979.
- BIRD, Rebecca Bliege; SMITH, Eric Alden. Signaling theory, strategic interaction, and symbolic capital. *Current Anthropology*, v. 46, n. 2, p. 221-248, 2005.
- BLACK, Bernard *et al.* Does corporate governance predict firm's market value? Evidence from Korea. *The Journal of Law, Economic, and Organization*, v. 22, n. 2, p. 366-413, 2006.
- BM&FBOVESPA – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Dicionário de finanças*. 2012. Disponível em: <<http://www.enfin.com.br/bolsa/main.php>>. Acesso em: 10 jan. 2014.
- BOHREN, O.; JOSEFSEN, M. G.; STEEN, P. E. Stakeholder conflicts and dividend policy. *Journal of Banking & Finance*, v. 36, p. 2.852-2.864, 2012.
- BRASIL. Presidência da República. *Lei n° 2.627*, de 26 de setembro de 1940. Dispõe sobre as sociedades por ações. Planalto. 1940. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm>. Acesso em: 6 abr. 2015.

_____. Presidência da República. *Lei nº 6.404*, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Planalto, 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 10 jan. 2014.

_____. Presidência da República. *Lei nº 9.249*, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Planalto, 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 10 jan. 2014.

_____. Presidência da República. *Lei nº 11.638*, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404/76 e da Lei nº 6.385/76 e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Planalto, 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 6 abr. 2015.

_____. Presidência da República. *Lei nº 11.941*, de 27 de maio de 2009. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui o Regime Tributário de Transição e dá outras providências. Planalto, 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/111941.htm>. Acesso em: 6 abr. 2015.

_____. Presidência da República. *Lei nº 12.973*, de 13 de maio de 2014. Altera a legislação tributária federal relativa ao IRPJ, CSLL, PIS/Pasep e Cofins, revoga o Regime Tributário de Transição e dá outras providências. Planalto, 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2014/Lei/L12973.htm>. Acesso em: 6 abr. 2015.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. *Princípios de finanças corporativas*. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BUENO, A. F. *Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras*. 2000. 100 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

CERTO, S. Trevis. Influencing initial public offering investors with prestige: signaling with board structures. *Academy of Management Review*, v. 28, n. 3, p. 432-446, 2003.

CHEN, T.-Y.; KAO, L.-J. Dividend changes and information about future profitability: an application of difference GMM. *Applied Economics Letters*, v. 21, n. 7, p. 505-508, 2014.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em administração*. Porto Alegre: Artmed, 2005.

CONNELLY, B. L. *et al.* Signaling theory: a review and assessment. *Journal of Management*, v. 37, n. 1, p. 39-67, 2011.

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Interpretação técnica ICPC 07 – distribuição de lucros in natura*. 2009a. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/ICPC_07_rev%2001.doc>. Acesso em: 10 jan. 2014.

_____. *Interpretação técnica ICPC 08 – contabilização da proposta de pagamento de dividendos*. 2009b. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/ICPC08%20_R1_%2001062012_sem_anexo_2_limpo.pdf>. Acesso em: 10 jan. 2014.

DALMÁCIO, F. Z. *Mecanismos de governança e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro: uma análise sob a perspectiva da teoria da sinalização*. 2009. 232 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

_____; CORRAR, L. J. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. *Revista de Contabilidade e Organizações – RCO*, v. 1, n. 1, p. 10-23, set./dez. 2007.

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

_____. *Finanças corporativas aplicadas: teoria e prática*. Trad. Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DEANGELO, H.; DEANGELO, L. Dividend policy and financial distress: an empirical investigation of troubled Nyse firms. *Journal of Finance*, v. 45, p. 1.415-1.431, 1990.

_____; _____. The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics*, v. 79, n. 2, p. 293-315, 2006.

DECOURT, R. F. *et al.* As variações nas distribuições de proventos em dinheiro sinalizam variações nos lucros futuros?. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31., 2007, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

_____.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros nas empresas listadas na BM&FBovespa: *survey* com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, v. 10, n. 4, p. 461-498, dec. 2012.

DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, v. 89, n. 1, p. 62-82, July, 2008.

DIONNE, G.; OUEDERNI, K. Corporate risk management and dividend signaling theory. *Finance Research Letters*, v. 8, p. 188-195, 2011.

DRETSKE, F. *Knowledge and the flow of information*. Oxford: Basil Blackwell, 1981.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. *Administração financeira: teoria e prática*. 2. ed. São Paulo: Cengage Learnig, 2012.

EXAME. *As ações que mais elevaram ou cortaram dividendos em 2013*. 2013. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/acoes/noticias/as-acoes-que-mais-elevaram-ou-cortaram-dividendos-em-2013>>. Acesso em: 10 jan. 2014.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. *The Review of Financial Studies*, v. 15, n. 1, p. 1-33, 2002.

FARBER, Daniel A. Rights as signal. *Journal of Legal Studies*, v. 31, n. 1, p. 83-98, 2002.

FERREIRA JÚNIOR, W. O. *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. *Facef Pesquisa*, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

FIORATI, A. R. D. S. *Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004.* 2007. 118 f. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo.

FONTELES, I. V. *et al.* Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. *Revista Contabilidade Vista & Revista da UFMG*, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

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

FULLER, K.; BLAU, B. M. Signaling, free cash flow and “nonmonotonic” dividends. *The Financial Review*, v. 25, p. 21-56, 2010.

GITMAN, L. J. Princípios de administração financeira: essencial. Traduzido da 2. ed. de *Principles of Managerial Finance*: Brief por Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GONZÁLEZ, P. G. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos – Fipecafí*, v. 10, n. 19, p. 70-81, set./dez. 1998.

GORDON, M. J. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; BENARTZI, S.; THALER, R. H. Dividend changes do not signal changes in future profitability. *Journal of Business*, v. 78, n. 5, p.1659-1682, 2003.

GRULLON, G.; MICHAELY, R.; SWAMINATHAN, B. Are dividend changes a sign of firm maturity. *Journal of Business*, v. 75, n. 3, p.387-424, 2002.

_____ *et al.* Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business*, v. 78, n. 5, p. 1.659-1.682, 2003.

GITMAN, L. J.; MADURA, J. *Administração Financeira: uma abordagem gerencial*. São Paulo: Pearson, 2003.

GUP, B.; AGRRAWAL, P. The product life cycle: a paradigm for understanding financial management. *Financial Practice and Education*, p. 41-48, Outono/Inverno, 1996.

HANLON, M.; MYERS, J.; SHEVLIN, T. The information content of dividends: do dividends provide information about future earnings? *Harvard Business School – Working paper*, 2006. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/units/am/pdf/michellehanlon.pdf>>. Acesso em: 10 de Nov. 2014.

HARADA, K.; NGUYEN, P. Ownership concentration and dividend policy in Japan. *Managerial Finance*, v. 37, p. 362-379, 2011.

HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, Cambridge, v. 46, n. 1, p. 297-355, Mar., 1991.

HOLT, R. W. Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economics Dynamics & Control*, n. 27, pp. 467-502, 2003.

HUSSAINEY, K.; AAL-EISA, J. Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines, *Managerial Auditing Journal*, v. 24, n. 5, p. 445-454, 2009.

INFOMONEY. *Ebitda: entenda o conceito e o cálculo desse importante indicador de desempenho*. 2015. Disponível em: <<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/318552/ebitda-entenda-conceito-calculo-desse-importante-indicador-desempenho>>. Acesso em: 24 jul. 2015.

IUDÍCIBUS, S. *et al. Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v. 76, p. 323-329. 1976.

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

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. *The Journal of Finance*, Cambridge, n. 40, p. 1.053-1.070, 1985.

KIRMANI, A.; RAO, A. No pain, no gain: a critical review of the literature on signaling unobservable product quality. *Journal of Marketing*, v. 64, p. 66-79, 2000.

LA PORTA, R. *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb., 2000.

LEE, K. F. Retail minority shareholders and corporate reputation as determinant of dividend policy in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, v. 18, p.351-368, 2010.

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

LIU, C.; CHEN, A.-S. Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, v. 37, p. 194-207, 2015.

LONKANI, R.; RATCHUSANTI, S. *Complete dividend signal*. 2007. Disponível em: <http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf>. Acesso em: 6 jan. 2015

LOPES, A. B. *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 2001. 308 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

LOSS, L. *O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos*. 2004. 142 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (Fucape), Vitória.

MACHO-STADLER, Inés; PEREZ-CASTRILLO, David. *An introduction to the economics of information: incentives and contracts*. Oxford: Oxford University Press, 1997.

MARTINS, A. I.; FAMA, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1, p. 24-39, jan./fev. 2012.

MARTINS, E.; MARTINS, E. A.; MARTINS, V. A. Normatização contábil: ensaio sobre sua evolução e o papel do CPC. *Revista Informação Contábil*, v. 1, n. 1, p. 7-30, set. 2007.

MARTINS, G. A. *Manual de elaboração de monografias e dissertações*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

_____; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. São Paulo: Atlas, 2007.

MATOS FILHO, A. O. Os ganhos de capital como elemento tributável. *Revista de Administração de Empresas*, v. 14, n. 1, p. 87-93, jan./fev. 1974.

MILGRON, P.; ROBERTS, J. *Economics, organization and management*. London: Prentice Hall International (International Edition), 1992.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-297, 1958.

_____; _____. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: A Reply. *American Economic Review*, v. 49, n. 4, p. 655-669, 1959.

_____; _____. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct., 1961.

_____; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1.031-1.051, Sept., 1985.

_____; SCHOLLES, M. S. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *Journal of Financial Economics*, v. 6, p. 333-364, 1978.

- MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. *Emerging Markets Review*, v. 5, p. 409-426, nov. 2004.
- MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. *Pensamento & Realidade*, v. 24, n. 2, p. 125-148, 2009.
- MORRIS, R. D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. *The Journal of Finance*, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- NACEUR, S.; GOAIED, M.; BELANES, A. On the determinants and dynamics of dividend policy. *International Review of Finance*, v. 6, n. 1-2, p. 1-23, 2006.
- NASCIMENTO, S. F.; GALDI, F. C.; NOSSA, S. N. Motivações determinantes para a recompra de ações: um estudo empírico no mercado de ações brasileiro no período de 1995 a 2008. *Revista de Administração Mackenzie – RAM*, v. 12, n. 5, p. 98-121, set./out. 2011.
- NISSIM, D. J.; ZIV, A. Dividend changes future profitability. *The Journal of Financial*, v. 56, n. 6, p. 2.111-2.133, Dec., 2001.
- NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2007.
- PENMAN, S. H. *Financial statements analysis and security valuation*. 3. ed. New York: McGraw-Hill, 2007.
- PIETRO NETO, J.; DECOURT, R. F.; GALLI, O. C. Proventos – A teoria da sinalização: variações de mercado. *Revista de Administração Faces Journal*, v. 2, n. 4, p. 150-168, out./dez. 2011.
- PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. *Econometria: modelos & previsões*. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.
- PINHEIRO, J. L. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- RAMOS, R. S. *et al.* Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada junto à Cia Hering S/A. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 38., 2014, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Anpad, 2014.
- RASMUSEN, E. *Games and information: an introduction to game theory*. Cambridge: Blackwell, 1994.
- RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

RODRIGUES, A. C. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. *Scientia Iuris*, v. 16, n. 2, p. 107-128, 2012.

ROSS, S. A. The determination of financial structure: the incentive-signaling approach. *The Bell Journal of Economics*, v. 8, n. 1, p. 23-40, Spring, 1977.

_____. *Administração financeira*. 2. ed. Trad. Antônio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 2010.

_____; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. D. *Administração financeira*. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SANTANA, L. *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*. 2005. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças – Fucape, Vitória.

SANTOS, R. F. C. D. *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos*. 2008. 118 f. Dissertação (Mestrado em Economia Aplicada) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto.

SARLO NETO, A. *et al.* Uma investigação sobre a capacidade informacional dos lucros contábeis no mercado acionário brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo: FEA/USP, 2003. CD-ROM.

SHY, O. Exporting as a signal for product quality. *Economica*, v. 67, p. 79-90, 2000.

SHORT, H.; ZHANG, H.; KEASEY, K. The link between dividend policy and institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, v. 8, n. 2, p. 105-122, 2002.

SILVA, S. M. B. The influence of agency costs on the dividend policy of Brazilian listed companies. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 27., 2003, Atibaia. *Anais...* Atibaia: Anpad, 2003.

SKINNER, D. J.; SOLTES, E. What do dividends tell us about earnings quality?. *Review of Accounting Studies*, v. 16, n. 1, 2011.

SPENCE, M. Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 87, n. 3, p. 355-374, Aug., 1973.

_____. Signaling in retrospect and the informational structure of markets. *The American Economic Review*, v. 92, n. 3, p. 434-459, 2002.

STIGLITZ, J. E. Information and the change in the paradigm in economics. *The American Economic Review*, v. 92, n. 3, p. 460-501, 2002.

VANCIN, D. F. *Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto*. 2013. 89 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

VARIAN, Hal. *Microeconomia: princípios básicos*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

VIEIRA, E.; RAPOSO, C. Signalling with dividends? The signalling effects of dividend change announcements: new evidence from Europe. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=955768> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.955768>>. Acesso em: 6 jul. 2015.

WATTS, R. The information content of dividends. *The Journal of Business*, Chicago, v. 46, n. 2, p. 191-211, Apr., 1973.

WESTON, J. F.; COPELAND, T. E. *Managerial finance*. 9. ed. [S.l.]: Dryden Press, 1992.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: MIT Press, 2001.

XAVIER FILHO, J. L. J.; CHAGAS, R. S.; SANTOS, S. M. A relação entre pagamentos de dividendos, lucros líquido, receita bruta, ROI e liquidez seca em uma empresa petroquímica: uma análise entre os anos 1999 e 2008. In: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA E GESTÃO, 6., 2010, Niterói. *Anais...* Niterói, 2010.

ALTIOK-YILMAZ. A.; AKBEN-SELÇUK, E. Information Content of Dividends: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *International Business Research*, v. 3, n. 3, p. 126-132, 2010.

ZENG T. The determinants of dividend policy: Canadian evidence, 13., 2001, Rio de Janeiro. In: ASIAN-PACIFIC CONFERENCE ON INTERNATIONAL ACCOUNTING ISSUES, 13., 2001, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro: Fipecafi, 2001.

ANEXO
EMPRESAS PARTICIPANTES DA AMOSTRA

#	Identificador Economática®	Razão Social	CNPJ
1	524 Particip	524 Participações S.A.	01.851.771/0001-55
2	AES Tiete	AES Tietê S.A.	02.998.609/0001-27
3	AGconcessoes	Andrade Gutierrez Concessões S.A.	03.601.314/0001-38
4	Aliperti	Siderúrgica J. L. Aliperti S.A.	61.156.931/0001-78
5	Alpargatas	Alpargatas S.A.	61.079.117/0001-05
6	Ambev S.A	Ambev S.A.	07.526.557/0001-00
7	Ampla Energ	Ampla Energia e Serviços S.A.	33.050.071/0001-58
8	Bardella	Bardella S.A.	60.851.615/0001-53
9	Baumer	Baumer S.A.	61.374.161/0001-30
10	Bic Monark	Bicicletas Monark S.A.	56.992.423/0001-90
11	Braskem	Braskem S.A.	42.150.391/0001-70
12	Brasmotor	Brasmotor S.A.	61.084.984/0001-20
13	BRF SA	BRF S.A.	01.838.723/0001-27
14	Casan	Companhia Catarinense de Águas e Saneamento – Casan	82.508.433/0001-17
15	CCR SA	CCR S.A.	02.846.056/0001-97
16	Cedro	Companhia de Fiação e Tecidos Cedro Cachoeira	17.245.234/0001-00
17	Ceg	Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro – CEG	33.938.119/0001-69
18	Celesc	Centrais Elétricas de Santa Catarina S.A.	83.878.892/0001-55
19	Celpa	Centrais Elétricas do Pará S.A. – Celpa	04.895.728/0001-80
20	Celpe	Companhia Energética de Pernambuco – Celpe	10.835.932/0001-08
21	Celul Irani	Celulose Irani S.A.	92.791.243/0001-03
22	Cemig	Companhia Energética de Minas Gerais – Cemig	17.155.730/0001-64
23	Cesp	Companhia Energética de São Paulo – Cesp	60.933.603/0001-78
24	Cia Hering	Cia. Hering	78.876.950/0001-71
25	Coelba	Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – Coelba	15.139.629/0001-94
26	Coelce	Companhia Energética do Ceará – Coelce	07.047.251/0001-70
27	Comgas	Companhia de Gás de São Paulo – Comgás	61.856.571/0001-17
28	Copasa	Companhia de Saneamento de Minas Gerais – Copasa MG	17.281.106/0001-03
29	Copel	Companhia Paraense de Energia – Copel	76.483.817/0001-20
30	Cosern	Companhia Energética do Rio Grande do Norte – Cosern	08.324.196/0001-81
31	Coteminas	Companhia de Tecidos Norte de Minas – Coteminas	22.677.520/0001-76
32	CPFL Energia	CPFL Energia S.A.	02.429.144/0001-93
33	Cyrela Realt	Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações	73.178.600/0001-18
34	Daleth Part	Daleth Participações S.A.	02.312.604/0001-07

#	Identificador Economática®	Razão Social	CNPJ
35	Dimed	Dimed S.A. Distribuidora de Medicamentos	92.665.611/0001-77
36	Dohler	Dohler S.A.	84.683.408/0001-03
37	Elekeiroz	Elekeiroz S.A.	13.788.120/0001-47
38	Eletrobras	Centrais Elétricas Brasileiras S.A.	00.001.180/0001-26
39	Eletropaulo	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.	61.695.227/0001-93
40	Emae	Empresa Metropolitana de Águas e Energia S.A. – Emae	02.302.101/0001-42
41	Embraer	Embraer S.A.	07.689.002/0001-89
42	Encorpar	Empresa Nacional de Comércio, Crédito e Participações S.A. – Encorpar	01.971.614/0001-83
43	Energias BR	EDP – Energias do Brasil S.A.	03.983.431/0001-03
44	Energisa	Energisa S.A.	00.864.214/0001-06
45	Energisa Mt	Energisa Mato Grosso – Distribuidora de Energia S.A.	03.467.321/0001-99
46	Eternit	Eternit S.A.	61.092.037/0001-81
47	Eucatex	Eucatex S.A. Indústria e Comércio	56.643.018/0001-66
48	Excelsior	Excelsior Alimentos S. A.	95.426.862/0001-97
49	Ferbasa	Companhia de Ferro Ligas da Bahia – Ferbasa	15.141.799/0001-03
50	Fibria	Fibria Celulose S.A.	60.643.228/0001-21
51	Fras-Le	Fras-Le S.A.	88.610.126/0001-29
52	Gafisa	Gafisa S.A.	01.545.826/0001-07
53	Ger Paranap	Duke Energy International, Geração Paranapanema S.A.	02.998.301/0001-81
54	Gerdau	Gerdau S.A.	33.611.500/0001-19
55	Gerdau Met	Metalúrgica Gerdau S.A.	92.690.783/0001-09
56	GPC Part	GPC Participações S.A.	02.193.750/0001-52
57	Grazziotin	Grazziotin S.A.	92.012.467/0001-70
58	Ind Cataguas	Companhia Industrial Cataguases	19.526.748/0001-50
59	Inds Romi	Indústrias Romi S.A.	56.720.428/0001-63
60	Iochp-Maxion	Iochpe-Maxion S.A.	61.156.113/0001-75
61	Itautec	Itautec S.A. – Grupo Itautec	54.526.082/0001-31
62	Jereissati	Jereissati Participações S.A.	60.543.816/0001-93
63	Josapar	Joaquim Oliveira S.A. Participações – Josapar	87.456.562/0001-22
64	Klabin S.A	Klabin S.A.	89.637.490/0001-45
65	La Fonte Tel	La Fonte Telecom S.A.	53.790.218/0001-53
66	Light S.A	Light S.A.	03.378.521/0001-75
67	Lix da Cunha	Construtora Lix da Cunha S.A.	46.014.635/0001-49
68	Lojas Americ	Lojas Americanas S.A.	33.014.556/0001-96
69	Lojas Renner	Lojas Renner S.A.	92.754.738/0001-62
70	Marcopolo	Marcopolo S.A.	88.611.835/0001-29

#	Identificador Economática®	Razão Social	CNPJ
71	Metal Leve	Mahle Metal Leve S.A.	60.476.884/0001-87
72	Metisa	Metisa Metalúrgica Timboense S.A.	86.375.425/0001-09
73	Millennium	Cristal Pigmentos do Brasil S.A.	15.115.504/0001-24
74	Minasmaquinas	Minasmaquinas S.A.	17.161.241/0001-15
75	Mundial	Mundial S.A.	88.610.191/0001-54
76	Neoenergia	Neoenergia S.A.	01.083.200/0001-18
77	Oi	Oi S.A.	76.535.764/0001-43
78	P.Acucar-Cbd	Companhia Brasileira de Distribuição	47.508.411/0001-56
79	Petrobras	Petróleo Brasileiro S.A.	33.000.167/0001-01
80	Randon Part	Randon S.A.	89.086.144/0001-16
81	Renar	Renar Macas S.A.	86.550.951/0001-50
82	Rossi Resid	Rossi Residencial S.A.	61.065.751/0001-80
83	Sabesp	Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – Sabesp	43.776.517/0001-80
84	Sanepar	Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar	76.484.013/0001-45
85	Santanense	Companhia de Tecidos Santanense	21.255.567/0001-89
86	Saraiva Livr	Saraiva S.A.	60.500.139/0001-26
87	Schulz	Schulz S.A.	84.693.183/0001-68
88	Sid Nacional	Companhia Siderúrgica Nacional	33.042.730/0001-04
89	Sondotecnica	Sondotécnica Engenharia de Solos S.A.	33.386.210/0001-19
90	Souza Cruz	Souza Cruz S.A.	33.009.911/0001-39
91	Suzano Hold	Suzano Holding S.A. (ex-Nemofeffer S.A.)	60.651.809/0001-05
92	Suzano Papel	Suzano Papel e Celulose S.A.	16.404.287/0001-55
93	Tekno	Tekno S.A.	33.467.572/0001-34
94	Telef Brasil	Telefônica Brasil S.A.	02.558.157/0001-62
95	Tim Part S.A	Tim Participações S.A	02.558.115/0001-21
96	Tractebel	Tractebel Energia S.A.	02.474.103/0001-19
97	Tupy	Tupy S.A.	84.683.374/0001-49
98	Unipar	Unipar Carbocloro S.A.	33.958.695/0001-78
99	Usiminas	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A.	60.894.730/0001-05
100	Vale	Vale S.A.	33.592.510/0001-54
101	Viavarejo	Via Varejo S.A.	33.041.260/0652-90
102	Weg	Weg S.A.	84.429.695/0001-11
103	Wembley	Wembley S.A.	25.329.319/0001-96
104	Whirlpool	Whirlpool S.A.	59.105.999/0001-86
105	Panatlantica	Panatlântica S.A.	92.693.019/0001-89