



Relação entre Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista Abordando Aspectos Determinantes da Política de Dividendos: Um Estudo Empírico em Empresas com Ações Negociadas Na Bovespa

Autora: Luciene Santana

RESUMO

Este estudo destina-se a investigar a relação entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista considerando fatores determinantes da política de dividendos em empresas com ações negociadas na BOVESPA no período de 1998 a 2003. Devido a várias controvérsias dos estudos empíricos que abordam os feitos da política de dividendos no valor da empresa, e por estes não abordarem conjuntamente os fatores que podem afetar a Política de Dividendos. Infere-se que, se a política de dividendos pode afetar o valor da empresa então esse fato poderá ser influenciado pelos fatores que determinam o pagamento dos dividendos, tais como: Setor de atividade, a Capacidade de geração de lucros e as Oportunidades de Crescimento e Investimento da empresa de acordo com Procianny(2003). Diante dos resultados encontrados, não existem evidências suficientes para apoiar as hipóteses formuladas neste estudo de que existe relação entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista e ainda, que os fatores determinantes dos dividendos possam causar alguma influência nessa relação.

1 INTRODUÇÃO

A definição de uma política de dividendos é uma das principais decisões financeiras a serem tomadas pelas empresas. Gitman (1997) e Ross (2002) ressaltam a importância da decisão de distribuir dividendos pelo fato desta determinar o montante de fundos que serão pagos aos investidores e os montantes que serão retidos para reinvestimentos. Em outras palavras, a decisão do pagamento dos dividendos deve levar em consideração a forma que maximiza o retorno dos acionistas e ao mesmo tempo contribuir para a definição da forma de financiamento de futuros investimentos. Além disso, segundo a Teoria da Sinalização, outro efeito que a política de dividendos pode causar é a transmissão de informações relativas à performance atual e futura da empresa. Em várias décadas, a política de dividendos vem sendo discutida e se constituindo em um dos problemas de finanças empresariais. Os questionamentos são em torno do impacto da política de dividendos no valor de mercado da empresa que, apesar de uma vasta literatura sobre o assunto, continua sem soluções, devido a várias controvérsias (Brealey e Myers, 2002). Diversas teorias e estudos empíricos sobre os possíveis efeitos da política de dividendos no valor da empresa foram elaborados. Dentre as teorias, duas correntes de pensamento são clássicas: a de Relevância e de Irrelevância da Política de dividendos.

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

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

Gitman (1997) afirma que, apesar das realizações de vários estudos empíricos com vistas a validar ou refutar as teorias de Relevância e Irrelevância dos dividendos, nenhum destes conseguiram prover evidências conclusivas. Como exemplo, estudos empíricos como os de Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1980, 1982) sugerem que existe relação entre os retornos esperados e os dividendos, como afirma a teoria de Relevância dos Dividendos. Enquanto que, pesquisadores como Black & Scholes (1974) e Meglioni (1997) não encontraram nenhuma relação significativa entre os retornos e os dividendos.

A política de dividendos pode ser afetada por diversos fatores, dentre eles: a oportunidade de crescimento e investimento da empresa, pois com o aumento dessa oportunidade a empresa demandará mais recursos e poderá reter o pagamento de dividendos. O setor de atividade, pois dependendo da característica setorial a empresa terá uma determinada necessidade de recursos que poderá afetar a política de dividendos (PROCIANOY, 2003). E também, pela capacidade de geração de lucros da empresa, empresas mais lucrativas tenderiam a pagar mais dividendos (MYERS, 1984). No entanto, os estudos empíricos até então realizados, não se preocuparam em testar a relação entre dividendos e o valor da empresa abordando também, os fatores determinantes da política de dividendos. Pois, de acordo com Teorias como a da Relevância dos dividendos e da Sinalização (cada qual com suas particularidades), se a política de dividendos pode afetar o valor da empresa então esse fato poderá ser influenciado pelos fatores que determinam o pagamento dos dividendos.

Dessa forma, seguindo essa mesma linha de raciocínio, o presente estudo objetiva verificar a relação entre o pagamento dos dividendos e o valor da empresa considerando os fatores determinantes da política de dividendos, através do seguinte questionamento: *Os fatores determinantes da política de dividendos causam alguma influência na relação entre Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista?*

E como uma das delimitações do trabalho, o período analisado compreende os anos de 1998 a 2003 e os fatores determinantes da Política de dividendos a serem utilizados são o Setor de atividade, as Oportunidades de Crescimento e Investimento da empresa e a Capacidade de geração de lucros. A Hipótese é de que os fatores determinantes da política de dividendos causam influência na relação entre Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista, baseia-se nos estudos de Bueno(2000) e autores como Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1980, 1982) que constataram a existência da relação positiva e significativa entre os retornos esperados e os dividendos. E com relação influência dos fatores determinantes da política de dividendos, através do estudo de Silva e Brito (2004) e Procianny (2003), infere-se que esses fatores interferem na relação entre Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista. Assim sendo

através dessa investigação, o presente estudo espera contribuir para a ampliação dos conhecimentos acerca do assunto e também oferecer subsídios para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIAS SOBRE AS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

2.1.1 TEORIA DO DIVIDENDO RESIDUAL

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

- 1º) É feita a manutenção da estrutura ótima de endividamento no financiamento de investimentos futuros;
- 2º) Os investimentos cujos retornos sejam superiores ao custo de capital são aprovados;
- 3º) A distribuição de dividendos só será feita se após a realização dos investimentos sobraem fundos. A retenção justifica-se, pois a maximização da riqueza ao acionista está sendo observada.

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

2.1.2 TEORIA DE RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Essa teoria, de visão tradicional, é sustentada pelo argumento básico atribuída aos autores Linter (1956) e Gordon (1959) que afirmam que o preço de mercado das ações de uma empresa é diretamente proporcional ao aumento da distribuição dos dividendos. E, em sentido oposto, o preço das ações é inversamente proporcional à taxa de retorno requerida pelos proprietários. Sendo assim, os investidores tenderiam a valorizar mais aquelas ações de empresas que distribuíssem os seus resultados. A proposição fundamental dessa teoria é o argumento do “Pássaro na Mão” que sugere que os investidores são avessos ao risco e preferem dividendos correntes a dividendos futuros ou ganhos de capital (pois, mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto). Acredita-se que os pagamentos de dividendos correntes reduzam a incerteza dos investidores, elevando conseqüentemente o preço das ações. De outra forma, se os dividendos forem reduzidos ou não pagos, a incerteza dos investidores aumentaria, assim como o retorno exigido, tendo como conseqüência à queda no preço das ações.

2.1.3 TEORIA DE IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Em posição contrária a Teoria de Relevância dos Dividendos essa teoria, desenvolvida por Modigliani e Miller (1961), sugere que em um mercado perfeito (onde não exista impostos, custo de transação e incertezas) a política de dividendos escolhida pela empresa não

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

- I) O valor da empresa depende somente da *Capacidade de geração de lucros e dos Riscos de seus ativos*,
- II) Caso os dividendos afetem o valor da empresa, isso ocorre apenas devido ao *Conteúdo Informacional (Sinalização)* que revela as expectativas dos administradores das empresas. Pois, não seria a preferência dos acionistas correntes que levaria a acréscimos nos preços das ações e sim a expectativa de ganhos futuros, esperada a partir da retenção de lucros.
- III) Ocorre um *Efeito Clientela*, que leva os acionistas a receberem os dividendos que eles próprios esperam. Pois, investidores que preferissem investimentos estáveis e previsíveis como fonte de renda, deteriam de ações que pagassem o mesmo montante a títulos de dividendos a cada período. Enquanto que, aqueles que preferissem ganhos de capital seriam mais atraídos por empresas em fase de crescimento, aquelas que reinvestissem uma grande parcela de seus lucros e, portanto, revelassem um padrão instável no pagamento dos dividendos.

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

2.2 HIPÓTESE DO CONTEÚDO INFORMACIONAL DOS DIVIDENDOS

2.2.1 TEORIA DA SINALIZAÇÃO

O estudo do Conteúdo Informacional, citado por M & M (1961), foi destacado por Ross (1977) ao considerar perguntas como: O que os administradores querem dizer quando mudam a política de dividendos? Será que aumentos nos dividendos significam que a empresa está convencida que no futuro a capacidade de pagamento de dividendos se elevará?. Como citação, outros autores, como Bhattacharya (1979), John e Willians (1985) e Miller e Rock (1985), também propuseram o modelo de sinalização dos dividendos, incorporando o incentivo dos administradores a transmitir informações através dos dividendos. O aumento da cotação da ação devido ao sinal dado pelos dividendos é denominado de efeito de conteúdo informacional do dividendo. A idéia da teoria de sinalização é a de que as empresas podem utilizar a política de dividendos para transmitir ao mercado informações sobre rentabilidade futura. Sugere então, que, empresas que pagam dividendos, principalmente as que os

umentam, são empresas subavaliadas pelo mercado e utiliza-se deste instrumento para transmitir essa boa notícia (sinal positivo) de que lucros maiores são esperados no futuro. E, em contrapartida, um corte nos dividendos simbolizaria uma má notícia (sinal negativo), pois o não pagamento de dividendos geraria incertezas sobre o futuro sucesso da empresa (Gitman, 1997). Em condições de assimetria de informação, as mudanças na política de dividendos podem afetar o valor das ações. De acordo com Lopes (2004, p. 172):

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

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

2.3 FATORES DETERMINANTES DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

De acordo com diversos autores, a política de dividendo pode ser afetada por vários fatores. Gitman (1997) considera que a política de dividendos pode ser afetada por diversos fatores como, por exemplo A Considerações de Mercado que diz respeito à forma de pagamento dos dividendos (se fixo ou crescente ou contínuo) e ao conteúdo informacional.

Procianoy(2003) buscou identificar empiricamente alguns aspectos determinantes que possam afetar a Política de dividendos. Ressaltam-se os fatores determinantes: Crescimento / Investimento e Setor de Atividade, mencionadas por Procianoy(2003), por serem constituírem variáveis explicativas no presente estudo.

- a) Crescimento / Investimentos: A relação negativa com a política de dividendo explica-se pois empresas em crescimento e com novos investimentos a realizar, necessitam de maiores recursos financeiros com isso, e esta questão estaria concorrendo para o pagamento de dividendos aos acionistas.
- b) Setor de Atividade: pode ser influenciar a política de dividendos, pois, setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Com isso, setores com maior necessidade de recursos, novos investimentos e ciclos de giro com sazonalidades poderão utilizar os lucros gerados para realizar o financiamento necessário.

Também, corroborando com Procianoy (2003), o autor Megliorini (1998) afirma que a distribuição de dividendos que, dentre outros fatores, a política de dividendos pode ser afetada pelo nível de Atividade Econômica e pelo setor de atividade:

- a) Nível de Atividade Econômica: Em épocas de expansão, as oportunidades de investimentos induziriam as empresas a usar todos os fundos à disposição, o que tornaria restrita a distribuição de dividendos. Enquanto que, em épocas de recessão ocorreria o contrário.
- b) Característica Setorial: empresas que atuam em setores sazonais ou que possuem alta volatilidade de resultados, ou ainda, nas quais as projeções indiquem para uma queda futura nos lucros, possui uma tendência a retenção de uma parcela adicional dos lucros presentes.

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

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

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

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

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

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

Como mencionado anteriormente, empresas com grandes oportunidades de crescimento tenderiam a reter mais os lucros, o que poderia afetar a política de dividendos (PROCIANOY, 2003). Nesse sentido, no que diz respeito as oportunidade de crescimento e investimento das empresas, ainda com relação à característica setorial, BRIGHMAN, GAPENSKI, e EHRHARDT (2001) consideram que quando uma política de dividendos é estabelecida deve-se considerar que uma única política de dividendos não é aplicável globalmente.

Existem empresas que geram muito caixa, porém possuem oportunidades de investimento limitadas. É o que ocorre com empresas de setores lucrativos e maduros nos quais existem poucas oportunidades de crescimento. Normalmente, essas empresas distribuem grande parte do seu caixa ao acionista, com isso, atraem investimentos de clientela que preferem dividendos altos. Também existem outras empresas, que ao contrário, geram pouco ou nenhum caixa excedente, mas possuem ótimas oportunidades de investimentos. É o que freqüentemente ocorre com empresas de rápido crescimento. Essas empresas, normalmente, distribuem pouco ou nenhum caixa, porém usufruem do aumento dos lucros e preços das ações, com isso atraem investidores que preferem ganhos de capital.

Em se tratando de lucratividade, Myers(1984) afirma que os dividendos seriam pagos por empresas que fossem mais lucrativas. Também, empresas com grande volatilidade nos seus lucros, tenderiam a pagar dividendos menores. Pois essas teriam mais chances de efetuarem financiamento externo ou de variar o nível de distribuição de dividendos, quando os lucros forem mais baixos. Estudos empíricos realizados no Brasil, como o de Silva e Brito (2004) confirmam a previsão da teoria de Myers (1984), ou seja, que a lucratividade é o fator de maior importância para o pagamento dos dividendos. As empresas mais lucrativas remuneram os acionistas com uma parcela maior dos dividendos.

Na TABELA 1 abaixo, encontra-se a relação entre o setor de atividade da empresa e o nível de distribuição de dividendos. Onde se observa que a distribuição e os rendimentos de dividendos das grandes empresas estão variando consideravelmente no ano de 1997.

TABELA 1
DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS

EMPRESA	SETOR	DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS	RENDIMENTO DE DIVIDENDOS
<i>I. Empresas que pagam Altos Dividendos</i>			
Orange & Rockland	Serviços Públicos	81,0%	7,3%
RJR Nabisco Holdings	Fumo/Alimentação	80,0	5,7
H. J. Heinz	Proc. de alimentos	63,0	3,1
Bankers trust NY	Bancário	62,0	5,3
Philip Morris	Prod. de consumo	55,0	4,5
Melton Bank	Bancario	48,0	4,0
<i>II Empresas que pagam baixos dividendos ou nenhum</i>			
MacDonald's	Rest. Fast –food	15,0%	0,6%
Intel	Semicondutores	3,0	0,2
Compaq Computer	Computadores	0,0	0,0
Apple Computer	Computadores	0,0	0,0
Microsoft	Computadores/software	0,0	0,0
Helth Management Association	Seguro de saúde	0,0	0,0

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

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

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

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

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

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

Miller e Scholes (1982), repetiram os trabalhos de Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980) preocupados em mostrar que aqueles testes feitos anteriormente reduziam o diferencial da carga tributária sobre os dividendos e ganhos de capital, e, conseqüentemente, distorciam os resultados das ações que distribuíam ou não os dividendos. Para isso, expurgaram da amostra o conteúdo informacional dos dividendos, através de procedimentos distintos. Encontraram então, um resultado inverso, pois, os efeitos das diferentes alíquotas de impostos sobre dividendos e ganhos de capital não foram, significativamente, positivos. Miller e Scholes (1982) com isso, afirmaram que o coeficiente positivo e significativo da variável rendimento em dividendos obtidos por Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980), na realidade, reflete o conteúdo informacional do anúncio dos dividendos e não os efeitos dos impostos como foi suposto. Na tabela 2 são verificados outros resultados empíricos acerca do Conteúdo Informacional em âmbito internacional do início da década de 80 até o ano de 2001.

TABELA 2: Resultados empíricos – Conteúdo Informacional

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

Fonte: LOSS, 2004, pag. 38.

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

- a) Speranzini (1994): aplicando a metodologia de Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980), conclui que não há indícios do conteúdo informacional em uma carteira teórica IBOVESPA, no período de 1980 a 1989;
- b) Bueno (2000): analisando a relação entre dividend yield e as taxas de retorno das ações numa carteira do IBOVESPA, entre o período de 1994 a 1999, conclui que os resultados empíricos são incapazes de concluir que as ações de alto dividend yield tendem a possuir maiores ou menores taxas de retorno do que as ações de baixo ou zero yield. Assim sendo, não foi encontrada uma clara associação entre dividend yield e retorno das ações.
- d) Figueiredo (2002): também em seus estudos, não encontra evidências que suportam a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos em uma amostra de empresas brasileiras no período compreendido entre 1986 e 2000.
- c) Novis Neto (2002): porém, encontra evidências de que os dividendos possuem conteúdo informacional em uma amostra de ações negociadas na BOVESPA no período de 1998 a 2000. O autor encontra uma relação direta entre o dividend yield e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento dos dividendos.
- d) Correia e Amaral (2002): em uma amostra de ações negociadas na BOVESPA, no período de 1994 a 2000, utilizando a metodologia de Brennan(1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980) concluem que tanto o risco sistemático quanto o rendimento em dividendos são fatores que explicam a rentabilidade no mercado de ações. E, conseqüentemente que a política de dividendos causa impacto sobre os seus valores de mercado. Também concluem que, o retorno de mercado exigido pelos acionistas para investimentos em ações, em companhias brasileiras no período em que a distribuição dos dividendos não é tributada (de 1994 a 1995), é menor do que quando existe tributação (1996 a 2000).

4 METODOLOGIA DE PESQUISA, SELEÇÃO E TRATAMENTOS DE DADOS

Para execução do estudo, ou seja, verificar a relação entre Dividen Yield e Retorno Total ao Acionista, abordando os aspectos determinantes da Política de Dividendos, foram selecionadas empresas não financeiras com ações da BOVESPA no período compreendido entre 1998 a 2003. Segundo Christie (1990) a relação entre retorno total e dividend yield pode ser dirigida por diferenças no risco assim sendo, as empresas selecionadas foram classificadas por setores em relação à sensibilidade às circunstâncias do mercado, ou seja, em cíclicas e não cíclicas de acordo com a classificação de autores como Ross(2002) e Damodaran (2002). Os setores cíclicos analisados foram os de Software, Veículos, Construção (Habitação) e Eletroeletrônico. E os setores não cíclicos foram os de Alimentos, Transportes, de Utilidade Pública (Energia Elétrica e Telecomunicações). Ao total a amostra foi composta de 195 empresas com ações de maior volume e 220 empresas com ações líquidas, ou seja, totalizando-se duas amostras, uma controlada por volume e outra por liquidez das ações. Todos os dados foram extraídos do Software Económica. Além disso, conforme o objetivo do trabalho, os dados foram classificados em altos e baixos Dividend Yield.

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

Como o trabalho se baseou nos estudos de Brennan(1970) e Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1982), o coeficiente beta também foi utilizado no modelo como uma variável de controle do risco das empresas.

Os fatores determinantes da política de dividendos utilizadas na pesquisa, como prevê o seu objetivo, foram os de: Crescimento / investimento, a capacidade de Geração de Lucro, o Setor de Atividade. Para o Cálculo do Crescimento e Investimento da empresa, foi utilizado o índice Market – to – Book, como nos estudos de Procianny (2003). Esse índice é calculado dividindo-se o índice Valor de Mercado da Ação pelo Valor Patrimonial e descreve quanto os investidores estão dispostos a pagar por uma ação da empresa em relação aos seus valores contábeis. A capacidade de geração de lucros pela empresa está representada pelo índice ROA, conforme estudos realizados por Silva e Brito (2004). Esse índice, que mede a relação entre a eficiência global da empresa na geração de lucros com seus ativos disponíveis e é calculado dividindo-se o Lucro Líquido, depois do imposto de renda, pelo ativo total da empresa. Para o Setor de atividade, foi criada uma Dummy para cada característica do Setor, sendo: 1 para empresas de Setores Não Cíclicos e 0 para setores Cíclicos. Para essa variável foram utilizados, tanto Dummy Aditiva como Dummy Multiplicativa. O Setor de Atividade da empresa foi considerado pois de acordo com autores como Procianny (2003) e Megliorini (1998), a política de dividendos seria afetada pela característica setorial da empresa já que setores distintos possuem diferentes necessidades de recursos e de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Setores Cíclicos tenderiam a reter uma parcela maior dos lucros em relação às empresas não cíclicas.

Para o cálculo do Retorno Total Acumulado foi utilizada a seguinte fórmula:

$$RTA = \frac{Div_{t+1}}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Div_{t+1} = Total de dividendos mais ganhos de capital no período t+1

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

P_t = Preço da ação no período t

RTA = Retorno Total ao acionista

Ou seja, RTA ou TSR^i (*Total Shareholder Return*), nada mais é do que a variação do valor de mercado da ação (ganhos ou perdas de capital, no jargão), somado aos dividendos pagos pela empresa no período antes dos impostos, e corrigidos pela inflação. Para o cálculo do Dividend Yield, rendimento em dividendos, foram computados: como a soma dos dividendos por ação distribuídos ao longo de cada ano do período para cada um dos títulos, dividida por seus respectivos preços de fechamento no final do ano anterior. Foi utilizada a regressão linear múltipla com a técnica estatística de regressões múltiplas com dados em painéis (Pooled Least Square) utilizando o *software* econométrico *Econometric Views 5.0* (EViews). O teste de Dados em Painéis, também utilizado por Litzenberger & Ramaswamy (1979, 1982), é baseado em um modelo econométrico combinando dados de séries temporais e cross section, ou seja, umas séries de observações cross-section foram observadas ao longo do período de tempo da pesquisa. A utilização de painel de dados possibilita aumentar o número de observações, diminuindo os graus de liberdade e reduzindo a multicolinearidade entre as variáveis explicativas e, desta forma, melhorando a eficiência do modelo econométrico (GREENE, 2000). Para se utilizar aplicação deste modelo de regressão com dados em Painel, é necessário observar o modelo de variação de parâmetros a ser utilizado, os quais são: modelo de Variáveis Binárias ou *Fixed Effects* e modelo de Componentes Estocásticos ou *Random Effects*. Assim sendo, para execução desse estudo, foram testados os

efeitos fixos e randômicos na regressão. o modelo estatístico utilizado, na análise de dados em painéis, foi: $y_{it} = \beta_{0it} + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \dots + \beta_{15} X_{15it} + e_{it}$

Para um nível de significância de 0,05; foi realizado o teste “t” elaborando-se as seguintes hipóteses nula e alternativa para os testes de significância do modelo:

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

H₁: Pelo menos um $\beta_j \neq 0$ (pelo menos um dos coeficientes das variáveis explicativas na regressão é diferente de zero 0).

Também foi realizado um teste de Multicolinearidade entre as variáveis explicativas para o modelo. E, para adicionar variáveis explicativas no modelo de regressão, foi utilizado o método Forward.

5 RESULTADOS ENCONTRADOS

Foram realizadas diversas regressões a saber, fazendo testes com efeitos fixos e randômicos. Antes, contudo foi realizado o teste de multicolinearidade entre as variáveis explicativas do modelo, ou seja, entre os fatores determinantes da Política de Dividendos. Como foi observado em uma, quanto em outra amostra, não há colinearidade entre as variáveis explicativas.

I - Dados Controlados por Volume

a) Amostra Geral

Com o objetivo de testar a relação entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista, abordando os aspectos determinantes da política de dividendos, primeiramente fez-se a regressão entre as duas variáveis principais. Ou seja, o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionistas. Para que, se existisse uma relação estatisticamente significativa, de acordo com a observação de um nível de significância de 0,05; adicionar as variáveis explicativas do modelo(Determinantes da política de dividendos) de acordo com o método Forward. Em seguida, pode-se avaliar se as variáveis explicativas separada, em conjunto com as demais, seriam capazes de trazer alguma contribuição (de acordo com a característica de cada uma) para a relação entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista. Como se pode observar na Tabela 7, existe uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista, porém, ao contrário dos estudos empíricos realizados anteriormente, como o de Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980). Portanto, esse resultado também vai de encontro a Teoria da Sinalização.

Nenhuma das variáveis, consideradas como determinantes da política de dividendos, acrescentada na regressão conseguiu contribuir para a relação entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista. Nem separada e nem em conjunto com as demais variáveis explicativas, independente de se utilizar efeitos fixos ou randômicos na regressão.

b) Amostra classificada com Dividend Yield mais Altos

O primeiro teste realizado nessa amostra, da relação entre Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista, independente de se utilizar efeitos fixos ou randômicos, tanto no período analisado quanto no cross – section, resultou em uma relação não estatisticamente significativa e com sinais negativos. E nenhuma variável explicativa incluída no modelo conseguiu contribuir para a relação entre Dividend Yield e Retorno Total ao Acionista, independente de se utilizar efeitos fixos e randômicos na regressão.

c) Amostra classificada com Dividend Yield mais Baixos

Foi encontrada uma relação estatisticamente significativa e positiva entre o RTA e DY, que melhora com a inclusão da variável setor (representado por uma Dummy) no caso de se utilizar uma Dummy multiplicativa de Setor, conforme a TABELA 3.

TABELA 3: Resultado da Regressão com a adição da variável setor de atividade. Amostra com mais baixo DY.

Dependent Variable: RTA

Method: Panel Least Squares

Sample: 1998 2003

Cross-sections included: 31

Total panel (unbalanced) observations: 109

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1999.825	0.275092	7269.673	0.0000
BETA	0.255271	0.208801	1.222556	0.2242
DY	1.120764	0.430349	2.604311	0.0105
DY*SETOR	0.120725	0.038901	3.103396	0.0025
R-squared	0.189151	Mean dependent var		2000.651
Adjusted R-squared	0.165984	S.D. dependent var		1.712569
S.E. of regression	1.563994	Akaike info criterion		3.768370
Sum squared resid	256.8382	Schwarz criterion		3.867135
Log likelihood	-201.3762	F-statistic		8.164642
Durbin-Watson stat	1.290827	Prob(F-statistic)		0.000062

II - Dados Controlados por Liquidez:

Os mesmos testes realizados na amostra com coes controladas por volume, foram realizados na amostra com as ações controladas por liquidez.

a) Amostra Geral

Encontrou-se uma relação estatisticamente significativa, porém com sinal negativo, como na amostra controlada por volume das ações. A única variável, estatisticamente significativa, que contribuiu para esse modelo foi a Oportunidade de Crescimento e Investimento da Empresa, representada pela sigla MB, de acordo com a TABELA 4.

TABELA 4: Resultado Geral da Regressão com a adição da variável Oportunidade de Crescimento e Investimento. Ações controladas por liquidez.

Dependent Variable: RTA

Method: Panel Least Squares

Sample: 1998 2003

Cross-sections included: 155

Total panel (unbalanced) observations: 565

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.091112	0.060981	1.494100	0.1357
BETA	0.253381	0.081021	3.127333	0.0019
DY	-0.007888	0.003780	-2.086616	0.0374
MB	0.023918	0.009724	2.459584	0.0142
R-squared	0.037169	Mean dependent var		0.202685
Adjusted R-squared	0.032020	S.D. dependent var		0.910969
S.E. of regression	0.896265	Akaike info criterion		2.625894
Sum squared resid	450.6466	Schwarz criterion		2.656597
Log likelihood	-737.8151	F-statistic		7.218863
Durbin-Watson stat	2.462332	Prob(F-statistic)		0.000093

b) Amostra classificada com Dividend Yield mais Altos

Não se encontra nenhuma relação estatisticamente significativa, entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista, independente dos efeito fixo ou randômico acrescentado no modelo. E nenhuma variável explicativa acrescentada no modelo conseguiu melhorar o resultado.

c) Amostra classificada com Dividend Yield mais Altos

A mesma situação que ocorre na Amostra com os maiores Dividend Yield, ocorre na amostra com menores Dividend Yield, ou seja, inexistência de relação estatisticamente significativa, entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista, independente dos efeito fixo ou randômico acrescentado no modelo. E nenhuma variável explicativa acrescentada no modelo consegue melhorar o resultado.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com base nos testes realizados e nos resultados obtidos, verificou-se que não existe relação estatisticamente significativa e positiva entre o Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista, como preconizados pela Hipótese de Conteúdo Informacional (M & M, 1961) e os estudos realizados por autores como Litzenberger e Ramaswamy (1979; 1980). E nem se pode afirmar que os fatores determinantes da política de Dividendos, considerados por Procianny (2003) possam afetar positiva ou negativamente essa relação, conforme a hipótese desse estudo. Exceto no caso em que se realiza o teste na amostra que contém os mais baixos Dividend Yield, o que também contradiz a teoria e os estudos empíricos realizados. Nesse caso somente a variável setor, como fator determinante da política de dividendos, foi capaz de contribuir positivamente para o modelo. Dessa forma, em observação as questões dessa pesquisa e diante dos resultados encontrados, não existem evidências suficientes para apoiar as hipóteses formuladas neste estudo, ou seja de que os fatores determinantes da política de dividendos possam causar influência na relação entre Dividend Yield e o Retorno Total ao Acionista.

Uma possível justificativa para os resultados obtidos, seria a própria controvérsia sobre o assunto Efeito da Política de dividendos no valor da empresa em que é difícil formular estratégias ótimas de investimentos para os investidores em meio a tal confusão como afirma Ross (2002). E os resultados corroboram com os encontrados por autores como os de

Speranzini (1994), Bueno (2000) e Figueiredo (2002), estudos empíricos realizados no mercado de ações do Brasil, e em âmbito internacional, por autores como Christie (1990). Esses autores não encontraram evidências de que existe uma relação entre a Política de dividendos e o retorno. Deve-se ressaltar no entanto, que apesar dos resultados obtidos neste estudo e das conclusões apresentadas, é preciso levar em consideração de que as conclusões ficaram restrita à amostra, as variáveis e a metodologia utilizada não podendo se fazer generalizações para todas as empresas. Visto que, foram selecionados alguns setores de atividades das empresas com ações negociadas na BOVESPA. E o resultado pode ter sido afetado pela quantidade reduzida de anos considerado neste estudo, ou seja, de 1998 a 2003.

7 REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2003.
- BATTACHARYA, S., Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10, 1978.
- BLACK, F. & SCHOLES, M. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*. v. 1, p. 1-22, May 1974.
- BLUME, Marshall E. Stock Returns and Dividends Yields: some more evidence. *The Review of Economics and Statistics*. Amsterdam: North Holland, v. 62, n. 4, p. 567-577, nov. 1980.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. Princípios de finanças empresariais. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998.
- BRENNAN, M. Taxes, market valuation and financial policy. *National Tax Journal*. v. 23, p. 417-429, December 1970.
- BRIGHMAN, Eugene F; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C. Administração Financeira: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2001.
- BUENO, A. F., Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras. Dissertação de Mestrado, USP, São Paulo, 2000.
- CHRISTIE, W. G. Dividend yield and expected returns: the zero-dividend puzzle. *Journal of Financial Economics*. North-Holland, v. 28, p. 95 -125, 1990.
- CORREIA, L. F.; AMARAL H. F., O Impacto da Política de Dividendos Sobre a Rentabilidade de Títulos Negociados na Bovespa no Período de 1994 a 2000. ENANPAD, Anais..., Salvador: 2002.
- DAMODARAN, Aswath. A Face Oculta da Avaliação: Avaliação de Empresas da Velha Tecnologia, da Nova Tecnologia e da Nova Economia. São Paulo: Makron Books, 2002.
- ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; RENTZLER, Joel. A Simple Examination of the Empirical Relationship Between Dividend Yields and Deviations from the CAPM. *Journal of Banking and Finance*. Amsterdam: North-Holland, v. 7, n. 1, p. 135-146, mar. 1983.
- FIGUEIREDO, A . C. O conteúdo Informativo de Dividendos: Evidências no Brasil. Sociedade Brasileira de Finanças, 2º encontro, jul 2002.
- GIL, Antonio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas, 1991.
- GIL, Antonio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 1999.
- GITMAN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GORDON, M.J. Dividends, earning, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*. p.99-105, May 1959.
- GREENE, William H. *Econometric Analysis*, 4th Ed, Prentice Hall, 2000.
- HILL, R. Carter; WILLIAN E. Griffiths; GEORGE G. Judge: *Econometria*. São Paulo: Saraiva, 2000.
- HESS, P. J. The ex-dividend day behavior of stock returns: further evidence on tax effects. *The Journal of Finance*. v. 37, n. 2, p. 445-456, May 1982.
- IUDÍCIBUS, S., LOPES, A. B., Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004

- JOHN, K; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. *Journal of Finance*, Sept. 1985.
- KEOWN, Arthur J., SCOTT JR., David F., MARTIN, John D.; PETTY, J. William. *Basic Financial Management*. 7ed. Upper Saddle River: Prentice- Hall, 1996.
- LA PORTA, R. LOPES-de-SINALES, F. SHLEIFER, A. VISHNY, R. W. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, Vol. 55, nº1 (Feb., 2000), 1-33.
- LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. *Fundamentos de metodologia científica*. São Paulo: Atlas, 1993.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, p. 97-113, May 1956.
- LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and evidence. *Journal of Financial Economics*. North-Holland, v. 7, p. 163 – 195, June 1979.
- LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. Dividends, short selling restrictions, tax-induced investor clienteles and market equilibrium. *The Journal of Finance*. v. 35, n. 2, p. 469 – 485, May 1980.
- LITZENBERGER, R. H. & RAMASWAMY, K. The effects of dividends on common stock prices: tax effects or information effects? *The Journal of Finance*. v. 37, n. 2, p. 429 – 443, May 1982.
- LOSS, Lenita. inter-relacionamento entre política de dividendos e de Investimento: estudo aplicado às companhias brasileiras. Dissertação de mestrado, FUCAPE, 2004.
- MARQUES FILHO, Alexandre de Macedo. Retorno total ao acionista. 2004. Disponível em: <<http://www.eliteccvm.com.br/pdf/RTA%2031-03-04.pdf>>. Acesso em: 01 abr. 2004.
- MEGLIORINI, Evandir Lucros Distribuídos - Fator de Atratividade para Investimentos em Ações Editora Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas de Osasco 1998.
- MODIGLIANI, F. MILLER, M. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*. v. 34, n. 4, p. 411-433, October 1961.
- MILLER, M.; SCHOLES, M. S. Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*. v. 90, n. 6, p. 1118-1141, December 1982.
- MILLER, M., ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of finance*, 1985.
- NOVIS NETO, J. A. , SAITO, R. ; Dividend Yield e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro, XXVI ENANPAD, Anais..., Salvador 2002.
- PORTER, MICHAEL E. *Vantagem Competitiva*, Rio de Janeiro, Ed. Campus, 1986
- PROCIANOY, JL; HEINEBERG, Ricardo, Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa. XXVII ENANPAD; 2003.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of economics*, 8, 1977
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.
- SPERANZINI, M. de M. Efeito da política de dividendos sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 1994.
-