DESEMPENHO DE MERCADO E A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS PERTENCENTES AO BRICS

Larissa Degenhart
Doutoranda em Ciências Contábeis e Administração no PPGCC da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 - Bairro Victor Konder, CEP: 89.031-900 Blumenau/SC – Brasil; e-mail: lari_ipo@hotmail.com

Tarcísio Pedro da Silva
Doutor em Ciências Contábeis e Administração pelo PPGCC/FURB
Professor do PPGCC da Universidade Regional de Blumenau (PPGCC/FURB)
Endereço: Rua Antônio da Veiga, 140 – Sala D202 - Bairro Victor Konder, CEP: 89.031-900 Blumenau/SC – Brasil; e-mail: tarcisio@furb.br

Wilson Toshiro Nakamura
Doutor em Administração pela FEA/USP
Professor do PPG em Administração da Universidade Presbiteriana Mackenzie
Endereço: Rua da Consolação, 896 – 7° Andar – Bairro Consolação, CEP 01.302-907 São Paulo/SP – Brasil; e-mail: wtnakamura@uol.com.br

RESUMO
Este estudo objetivou analisar a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS. Realizou-se uma pesquisa descritiva, documental e quantitativa. A população compreendeu as empresas do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, listadas nas Bolsas de Valores. A amostra constituiu-se de 299 empresas do Brasil, 636 empresas da Rússia, 1195 da Índia, 1807 empresas da China e 271 da África do Sul. Para a análise dos dados aplicou-se o método de regressão de dados em painel. Os resultados indicaram frente à análise da influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos que o índice PCD apresenta influência positiva e significativa na distribuição de dividendos de empresas do Brasil, Rússia, China e África do Sul e o índice PSR revelou-se significativo e positivo para esta relação na Índia e África do Sul. Os achados para os fatores macroeconômicos revelaram que o PIB, a renda per capta, a taxa de inflação, a taxa de juros e a assimetria de informação moderam a relação entre o desempenho de mercado e a distribuição dos dividendos nos países analisados. Estes resultados revelam que os fatores macroeconômicos e de assimetria de informação não podem ser desconsiderados, pois auxiliam na explicação do comportamento das empresas. Concluiu-se que há influência do desempenho de mercado na determinação do pagamento de dividendos nos países BRICS. A contribuição da pesquisa é o estabelecimento de uma relação direta entre o desempenho de mercado e a distribuição de dividendos, visto que os resultados auxiliarão os gestores e investidores na tomada de decisões financeiras. Nota-se a importância da informação contábil para o desenvolvimento do mercado de capitais dos países pertencentes ao BRICS.

Palavras-Chave: Distribuição de dividendos; Desempenho de mercado; BRICS.

Área temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais (MFC).

1 INTRODUÇÃO

O efeito da distribuição de dividendos das empresas sobre o preço das ações é uma questão relevante para os gestores e investidores que procuram compreender e avaliar o funcionamento do mercado de capitais (Miller & Modigliani, 1961; Livoreka, Hetemi, Shala, Hoti & Asllanaj, 2014). Conforme Procianoy e Poli (1993), a partir da política de distribuição de dividendos criativa é possível criar condições favoráveis para o desempenho de mercado e consequentemente a valorização das ações.

Em finanças, segundo Bueno (2002) o papel da distribuição dos dividendos no desempenho de mercado é um tema considerado controverso, pois há diferentes abordagens sobre sua relevância para o valor das ações e à riqueza dos acionistas. Novis Neto e Saito (2003) e Lin, Chen e Tsai (2016) abordam que o dividendo sinaliza ao mercado a situação da empresa. Nesse sentido, a distribuição de dividendos é uma maneira de reduzir a assimetria informacional entre os investidores e a empresa, bem como, aumenta o seu valor (Novis Neto & Saito, 2003), contudo, quanto maior o nível de assimetria informacional, maiores serão os pagamentos de dividendos (Lin, Chen & Tsai, 2016). O aumento do pagamento de dividendos pode sinalizar um aumento nos ganhos futuros da empresa e possível emissão de novas ações, fatores esses associados com a valorização das ações (Tao, Nan & Li, 2016).

A forma como as empresas conduzem a distribuição de dividendos é um assunto discutido há décadas e possui sua relevância atrelada à maximização do retorno aos acionistas (Loss & Sarlo Neto, 2006). Livoreka et al. (2014) salientam que a política de distribuição de dividendos funciona como uma promotora do desenvolvimento das grandes corporações, pois estas empresas são a “espinha dorsal” da economia. Nesse sentido, os gerentes devem equilibrar a retenção de lucros e a distribuição de dividendos de modo a agradar os acionistas (Barth, Moreno-Bromberg & Reichmann, 2016), pois as decisões sobre os dividendos podem ou não impactar no valor de mercado das empresas (Loss & Sarlo Neto, 2006).

De acordo com Agudelo e Gutierrez (2011) fatores macroeconômicos também podem afetar o desempenho das ações, refletindo na distribuição de dividendos, pois o desenvolvimento da economia determina, em grande parte, o crescimento das empresas no mercado acionário e as taxas de juros afetam as empresas por meio do custo do capital. Fonteles, Peixoto Júnior, Vasconcelos e De Luca (2012) ressaltam que os dividendos incorporam conteúdo informacional alto, sendo que aumentos na distribuição de dividendos podem ser indicativos de bom desempenho de mercado da empresa.

Por conta da influência ambiental do desempenho de mercado, tem-se observado um número de estudos teóricos e empíricos que consideraram não apenas empresas de um único país, mas empresas pertencentes a bloco de países, tais como, os desenvolvidos por Adaoglu (2000), Chan e Hameed (2006), Cheng, Gutierrez, Mahajan, Shachmurove e Shahrokhi (2007), Denis e Osobov (2008), Bastos, Nakamura e Basso (2009), Bayburina e Golovko (2009), Agudelo e Gutierrez (2011), Jacobs e Rossem (2014), Radulescu, Panait e Voica (2014) e Erkan, Fainshmidt e Judge (2016).

A oportunidade de pesquisa identificada nesta temática é expandir os estudos sobre a distribuição dos dividendos para empresas de blocos de países considerados emergentes e em desenvolvimento, a fim de encontrar evidências sobre a distribuição de dividendos e o desempenho de mercado de empresas de determinados países. Assim, este estudo diferencia-se dos anteriores uma vez que busca analisar países com potencial desenvolvimento, como é o caso do grupo BRICS, composto pelos países: Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. Além disso, o uso de dados nacionais e internacionais permite oferecer uma visão mais abrangente da temática proposta.

Considerando-se a lacuna de pesquisa identificada na literatura, questiona-se: Qual a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS? A partir do exposto, busca-se neste estudo analisar a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

Optou-se por analisar os países do BRICS, visto que podem ser considerados como líderes das economias em desenvolvimento, possuem características com grande potencial de crescimento e até o ano de 2020, o PIB desses países irá superar o PIB de outros grupos (Bayburina & Golovko, 2009). O grupo BRICS carrega consigo a promessa de crescimento econômico forte e a perspectiva de se tornarem uma potência mundial (Cheng et al., 2007; Jacobs & Rossem, 2014), visto que alteraram seus sistemas políticos para melhorar o capitalismo global (Cheng et al., 2007). A chave desses países para maior progresso é a melhoria das condições de longo prazo, com vistas à promoção do crescimento, estabilidade macroeconômica, desenvolvimento institucional e, abertura de novos investimentos (Cheng et al., 2007). Além disso, apresentaram um importante papel no cenário mundial, apesar de terem enfrentado uma crise financeira, pois representam uma força importante para a recuperação econômica global (Radulescu, Panait & Voica, 2014; Jacobs & Rossem, 2014).

A importância da análise do desempenho de mercado na distribuição de dividendos em empresas pertencentes aos países do BRICS é confirmada por meio da pesquisa de Adaoglu (2000), pois salientam que o comportamento da política de distribuição de dividendos das empresas que operam em mercados emergentes (BRICS) é diferente da política de distribuição das empresas em mercados desenvolvidos (estudos até então realizados).

Conforme Cesari e Huang-Meier (2015), a literatura sobre a distribuição de dividendos ignorou o papel da informação transmitida pelo preço das ações e os impactos que o desempenho de mercado pode auferir na distribuição e a ligação entre o desempenho de mercado e a distribuição de dividendos tem recebido pouca atenção na academia. Michaely e Roberts (2011) abordam que o estudo da distribuição de dividendos é crucial para empresas de capital aberto, pois estão sujeitas a um maior monitoramento dos investidores, o que permite examinar o papel da assimetria sobre a distribuição de dividendos.

Erkan, Fainshmidt e Judge (2016) destacam que a literatura sobre dividendos apresenta afirmações equivocadas e evidências empíricas focadas em alguns países, tornando o conhecimento sobre o tema, especialmente fora dos EUA, bastante limitado. Nesse sentido, tendo em vista que a maioria das investigações empíricas sob o presente tema concentrou-se em mercados desenvolvidos, espera-se extrair evidências adicionais à Teoria de Finanças ao estudar um grupo considerado emergente, como é o caso do BRICS.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo apresenta-se inicialmente sobre a distribuição de dividendos. Na sequência, abordam-se as medidas de desempenho de mercado no cenário global, tópico este que embasa as hipóteses testadas na presente pesquisa.

2.1 Distribuição de Dividendos

Dividendos são considerados um tema perplexo para economistas (Li & Zhao, 2008). Conforme Loss e Sarlo Neto (2006), a discussão sobre a distribuição de dividendos apoia-se basicamente em duas principais correntes, aquela que afirma ser irrelevante para o valor da empresa o quanto se distribui de dividendos e a outra corrente diz respeito à preferência em receber dividendos o quanto antes. Miller e Modigliani (1961) destacaram que a política de dividendos é determinada nos mercados de capitais considerados como perfeitos. O valor da empresa, não é afetado pela distribuição de dividendos, mas sim, pelo risco de seus ativos e

pela capacidade de geração de valor. Assim, o valor da ação da empresa no mercado de capitais sofre efeitos do pagamento dos dividendos.

Adaoglu (2000) ressalta que os dividendos têm atraído à atenção dos pesquisadores e mantem o seu lugar de destaque na literatura de finanças. O dividendo é a maximização do resultado da empresa e do patrimônio de acionistas e investidores (Groppelli & Nikbakht, 2006; Livoreka et al., 2014). Quando os acionistas não recebem o retorno esperado na forma de dividendos, expressam insatisfação com as empresas auferindo a venda das ações. Portanto, as empresas devem prestar especial atenção na política de distribuição de dividendos (Livoreka et al., 2014). De acordo com Groppelli e Nikbakht (2006), os acionistas idealizam os dividendos como um sinal da capacidade da empresa de gerar lucros e a política de dividendos apresenta efeitos sobre a valorização das ações (Brealey & Myers, 2006).

A partir da Teoria de Finanças Corporativas, diversas teorias foram desenvolvidas com vistas a justificar a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas. Destaca-se a ideia de que os dividendos influenciam no valor das ações, pois esta afirmação apoia-se na Teoria da Relevância dos Dividendos "pássaro na mão", defendida por Lintner (1956:1962) visto que em um mundo de incertezas, os investidores preferirão receber os dividendos o quanto antes. Sob esta ótica, mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto na venda de ações. Nessas condições Loss e Sarlo Neto (2006), salientam que os investidores tendem a valorizar empresas que distribuem dividendos. Nessa teoria estabelece-se uma relação direta entre os dividendos e o valor de mercado das empresas, o que reduz as incertezas dos investidores e eleva o preço das ações.

Contudo, as empresas podem influenciar o preço de suas ações, alterando a política de dividendos e a taxa de pagamento (Black & Scholes, 1974). Os resultados deste estudo sugerem que uma corporação que aumenta seus dividendos, não terá nenhum efeito sobre o preço das ações. No entanto, o preço pode mudar temporariamente em resposta a uma mudança no dividendo (Black & Scholes, 1974). Estes resultados são consistentes com a hipótese de que os acionistas exigem um pagamento de dividendos maior, quando detém uma porcentagem maior do patrimônio da empresa (Rozeff, 1982).

Silva (2004) salienta que elevados pagamentos de dividendos podem ser considerados um meio para estabelecer uma relação igualitária com os acionistas minoritários. Deste modo, os dividendos obrigatórios destinam-se a proteger os acionistas minoritários (Goncharov & Van Triest, 2014). La Porta, Lopez-De-Silane, Shleifer e Vishny (2000) complementam esta questão, abordando que pagamentos mais altos de dividendos diminuem os lucros acumulados e ganhos de capital, e vice e versa, fazendo com que a riqueza dos acionistas seja inalterada.

Loss e Sarlo Neto (2006) buscaram identificar, dada às imperfeições do mercado brasileiro, se o desempenho dos dividendos pode ser explicado por meio do comportamento dos investimentos. Os resultados revelaram que os dividendos não explicam os investimentos (e vice-versa) e as companhias brasileiras distribuem dividendos mais para atender a preceitos legais, ficando boa parte dos lucros retidos nas empresas.

A pesquisa de Lee e Xiao (2004) revelou que as empresas chinesas possuem alta propensão a pagar dividendos em dinheiro, sendo a tributação a explicação predominante. Harada e Nguyen (2005) destacam que as alterações nos dividendos podem ser interpretadas como previsões de rentabilidade futura, pois as evidências mostram que há uma ligação entre a distribuição de dividendos e lucros posteriores e retorno das ações. O estudo de Denis e Osobov (2008) identificou que o pagamento de dividendos é afetado pelo tamanho da empresa, rentabilidade e oportunidades de crescimento. Chen, Jian e Xu (2009) revelaram que as empresas com maior diferenciação de preços na oferta pública inicial, do inglês *Initial Public Offering* (IPO), uma recente emissão de IPO ou direitos ou propriedade mais concentrada, tendem a pagar mais dividendos. Jensen, Lundstrum, e Miller (2010)

evidenciaram que as empresas perdem quota de mercado por um período prolongado após uma redução de dividendos, o que sugere que a falta de exercício das opções de crescimento agravam a posição competitiva das empresas.

Os resultados de Wei, Wu, Li e Chen (2011) indicaram que os pagamentos de dividendos reduzem o fluxo de caixa livre das empresas, o que força a gestão entrar no mercado acionário buscando novos financiamentos e expondo-se assim, a monitorização rigorosa desse mercado. Os achados da pesquisa de Balachandran, Krishnamurti, Theobald e Vidanapathirana (2012) revelaram que o mercado de capitais da Austrália reage de forma agressiva as reduções de distribuição de dividendos. Mellet (2013) conclui que os preços das ações reagem aos dividendos. Por fim, David e Ginglinger (2016) analisaram o contexto francês e os resultados sugerem que as empresas que estão mais comprometidas com o pagamento de dividendos são mais propensas a oferecer dividendos de ações opcionais para seus acionistas. David e Ginglinger (2016) destacam que os gerentes veem a estabilidade de dividendos como um dos fatores importantes na política de distribuição de dividendos.

2.2 Medidas de Desempenho de Mercado no Cenário Global

Quando ocorre uma mudança nos ganhos das empresas, estas tendem a ajustar suas políticas de distribuição de dividendos com vistas a melhorar o desempenho de mercado (Adaoglu, 2000). De acordo com Livoreka et al. (2014) as empresas levam em consideração, o pagamento de dividendos, pois esta distribuição apresenta um sinal positivo aos acionistas e pode ser interpretado como um desempenho de mercado positivo. Liu e Chen (2015) destacam que a distribuição de dividendos pode apresentar impactos sobre os resultados futuros e no desempenho de mercado. A pesquisa de Gentry, Kemsley e Mayer (2003) revelou que a política de distribuição de dividendos apresenta efeito positivo sobre o valor de mercado da empresa. Leal e Saito (2003) constataram que o valor de mercado da empresa está positivamente associado ao pagamento de dividendos.

Chan e Hameed (2006) salientam que em mercados emergentes (BRICS), os direitos de propriedade mais fracos evitam que as informações específicas da empresa sejam incorporadas nos preços das ações. Na visão de Cesari e Huang-Meier (2015), a literatura empírica existente apoia a noção de que os tomadores de decisão corporativa capturam a informação útil a partir dos mercados financeiros e desempenho de mercado das empresas.

Segundo Assaf Neto (2012), os indicadores referentes ao mercado de capitais objetivam avaliar os reflexos do desempenho da empresa sobre suas ações. Dentre os índices que visam medir o desempenho de mercado, destaca-se o *Price Earning Ratio* (PER), *Price Book Value* (PBV), *Price Sales Ratio* (PSR), *Price Cash Dividends* (PCD) e o Q de tobin.

De acordo com Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015) e Bodie, Kane e Marcus (2015), o índice PER demonstra quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucros reportados. Este índice é alto para empresas com fortes perspectivas de crescimento e baixo para empresas com riscos e fracas expectativas de crescimento. A pesquisa de Nicholson (1960) demonstrou que empresas com baixos índices de PER, em média, apresentaram um retorno mais elevado no desempenho de mercado, do que as empresas com altos índices. Os achados de Basu (1977) evidenciaram que as empresas com baixo índice PER exibiram retornos superiores aos retornos das ações com alto PER. O índice PER apresentou uma relação negativa com a rentabilidade média das ações das empresas brasileiras (Costa Junior & Neves, 2000). Ainda, nas empresas brasileiras Faria, Ness Junior, Klotzle e Pinto (2011) encontraram uma associação positiva e significativa entre o PER e os retornos das ações.

O índice PBV corresponde ao preço de mercado por ação ordinária da empresa, dividido por seu valor contábil (Bodie, Kane & Marcus, 2015). De acordo com Bodie, Kane e

Marcus (2015), alguns analistas consideram a análise desse índice importante, visto que assim fará um investimento "mais seguro", pois o valor contábil é visto como uma base que sustenta o preço praticado no mercado. Segundo Ross et al. (2015), este índice compara o valor de mercado dos investimentos da empresa com os seus custos. Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994), constataram que o PBV correlacionou-se com a *performance* futura das ações e, com o valor de mercado da empresa. Os achados de Costa Junior e Neves (2000) apresentaram uma influência significativa entre o PBV e a rentabilidade das ações. Em contraponto, a pesquisa de Almeida e Eid Junior (2010) não forneceu evidências de que o PBV auxilia para a melhoria dos retornos esperados.

A relação entre o valor de mercado e a receita líquida é denominada de PSR, que na visão de Damodaran (2007) diz respeito a um múltiplo de receita que mede o valor do patrimônio ou de um negócio relativo às receitas que gera. Outro importante índice que relaciona os dividendos distribuídos com o valor da ação é o PCD, que representa a proporção dos lucros que são destinados aos acionistas. Empresas que possuem altos índices de PCD proporcionam uma boa perspectiva sobre a distribuição dos dividendos (Assaf Neto, 2012).

Conforme o estudo de Pandey (2001), o índice PCD possui um papel significativo na explicação dos retornos das ações. Gwilym, Morgan e Thomas (2000) demonstraram que a estabilidade da política de distribuição de dividendos e o PCD, possuem um papel importante para a explicação do rendimento de ações das empresas do Reino Unido. Novis Neto e Saito (2003) obtiveram evidências de uma relação entre o PCD e o retorno anormal acumulado das ações no período pós-pagamento de dividendos.

O "Q de tobin" é estimado pela aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994) e discutida por Famá e Barros (2000). O objetivo dessa medida é fazer uma melhor estimativa de quanto dinheiro seria necessário para comprar todas as ações em circulação de uma empresa e pagar todas as dívidas. Esta dedução do caixa deve-se ao fato, de que se a compra for realizada, o caixa seria utilizado para recomprar as dívidas ou distribuir dividendos, caso houver lucros para suportar a distribuição (Ross et al., 2015). Black e Scholes (1974) mostraram que não é evidente que exista uma correlação entre a política de distribuição de dividendos e o preço das ações. Para Baker, Farrelly e Edelman (1985), o valor da empresa na visão dos gerentes é afetado pela distribuição dos dividendos. Os achados de Baker e Wurgler (2004) mostraram que as avaliações do mercado influenciam os pagamentos de dividendos.

No que tange a análise da temática proposta na presente pesquisa, Denis e Osobov (2008) ressaltam que políticas de distribuição de dividendos variam substancialmente de país para país. Dedman, Kungwal e Stark (2010) mostraram que, no caso americano, há uma relação positiva entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa. Erkan, Fainshmidt e Judge (2016) analisaram os determinantes da política de distribuição de dividendos dos países: Rússia, Índia, China, África do Sul (países estes que não são obrigados a distribuir dividendos), já que as decisões de dividendos nesses países não estão sob critério dos gestores. Já o Brasil foi excluído da amostra, pois os pagamentos de dividendos são obrigatórios, pois as decisões de dividendos não estão sob controle dos gestores. Com vistas a reforçar a afirmação de Erkan, Fainshmidt e Judge (2016), Vancin e Procianoy (2016) abordam que as empresas brasileiras listadas na bolsa têm a obrigação e não a opção de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros.

Diante do contexto supracitado, presume-se que o desempenho de mercado influencia positivamente a distribuição de dividendos. A partir disso, elaboraram-se as seguintes hipóteses da pesquisa:

H_{1a}: O desempenho de mercado não possui influência positiva na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

H_{1b}: O desempenho de mercado influência positivamente na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

Em função da consideração de fatores macroeconômicos e de assimetria informacional que moderam a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos, desenvolveu-se a base para a hipótese H_{2a} e H_{2b} do estudo. Miller e Scholes (1982) sugerem que a causa da variação no preço das ações pode não ser um resultado direto dos níveis fiscais, mas sim do conteúdo informativo dos dividendos. Este estudo revelou que um equilíbrio nas informações disponibilizadas no mercado acionário sobre a distribuição de dividendos melhora o desempenho de mercado das empresas. Efeitos de informação de dividendos são, portanto, coerentes com o valor da empresa, visto que esta é regida por seus lucros e poder aquisitivo (Miller & Rock, 1985).

Na análise dos mercados de ações dos EUA, Li e Zhao (2008) encontraram uma relação entre a assimetria de informação e política de distribuição de dividendos reversa, ou seja, quando a assimetria de informação é menor, as empresas são mais propensas a pagar dividendos. Lin, Chen e Tsai (2016) analisaram empresas da China e constataram que empresas com maior assimetria de informação são menos propensas a pagar dividendos. Além disso, uma maior transparência de informações leva a um efeito positivo sobre a relação entre a assimetria de informação e a política de distribuição de dividendos. Bastos, Nakamura e Basso (2009), analisaram os determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina, a partir de fatores macroeconômicos e de assimetria de informação. Os resultados para os fatores macroeconômicos não foram robustos, exceto para a variável crescimento do PIB, e em menor grau para as *proxies* sobre a relevância do mercado de capitais, carga fiscal e tempo de abertura de um novo negócio.

Agudelo e Gutierrez (2011) revelaram que os efeitos dos anúncios de ações no mercado de capitais são significativos com a taxa de inflação no México e, para a taxa de juros no Chile e na Colômbia. Além disso, em certos casos, os mercados não incluem toda a informação no dia do anúncio, havendo assimetria de informação. Conclui-se que os mercados de ações da América Latina, reagem parcialmente às informações macroeconômicas, não obtendo a eficiência geral. Assim, os fatores macroeconômicos podem moderar a relação entre o desempenho de mercado e a distribuição de dividendos.

De acordo com Hanlon e Hoopes (2014), o aumento do pagamento de dividendos se deve as condições macroeconômicas. Miller e Rock no ano de 1985 já constataram que existem arranjos macroeconômicos e de assimetria de informação, que auxiliam na explicação da distribuição de dividendos e desempenho de mercado das empresas. Lin, Chen e Tsai (2016) salientam que a análise de fatores macroeconômicos e a assimetria de informação frente à temática da distribuição de dividendos e desempenho de mercado foram desenvolvidos principalmente em mercados desenvolvidos, pois os mercados emergentes são considerados mais ineficientes e a assimetria de informação é maior.

Portanto, dado que a assimetria de informação é uma grande imperfeição do mercado acionário e que os fatores macroeconômicos devem ser levados em consideração em estudos que analisam vários países e que as políticas de distribuição de dividendos estão entre as decisões corporativas mais importantes, estas são questões relevantes de serem analisadas (Li & Zhao, 2008). Conforme o contexto apresentado acredita-se que o desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos apresenta influência na distribuição de dividendos. Para tanto, desenvolveram-se as hipóteses a seguir:

H_{2a}: O desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação não possui influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

H2b: O desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação influencia na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para analisar a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos em empresas pertencentes ao BRICS, realizou-se uma pesquisa documental, descritiva e com abordagem quantitativa dos dados. A população compreendeu todas as empresas do Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, listadas na Bolsa de Valores de cada país. Justifica-se a utilização dessas empresas, com vistas a proporcionar um entendimento geral do cenário do grupo BRICS e, proporcionar comparações.

A amostra compreendeu todas as empresas destes países que apresentavam as variáveis utilizadas no estudo. As empresas financeiras foram excluídas das amostras, pois de acordo com Hanlon e Hoopes (2014), essas empresas têm padrões de pagamento de dividendos caracteristicamente diferentes e mais preocupações regulatórias. No Quadro 1 apresenta-se a população e amostra da pesquisa de cada país pesquisado.

Quadro 1 – População e amostra da pesquisa

País	População	Amostra
Brasil	507	299
Rússia	1264	636
Índia	7397	1195
China	3162	1807
África do Sul	358	271

Fonte: Base de dados Thomson® (2016).

O período de análise compreendeu os anos de 2011 a 2015. Os dados referentes à distribuição de dividendos, desempenho de mercado (PER, PBV, PSR, PCD e *Q de tobin*) e assimetria de informação (*Bid Ask Spread*) foram coletados na base de dados *Thomson Reuters*®. A coleta das informações sobre os fatores macroeconômicos (PIB, Renda *per capta*, Taxa de Inflação e de Juros) ocorreu no site do Banco Mundial. As variáveis utilizadas na pesquisa foram selecionadas a partir da literatura e são apresentadas no Quadro 2.

Quadro 2 – Variáveis utilizadas no estudo

Descrição	*Proxy*	Autor (ano)
Variável dependente		
Distribuição de dividendos	$\frac{\text{Dividendos}}{\text{n. de ações}}$	Lee e Xiao (2004); Harada e Nguyen (2005); Denis e Osobov (2008); Wei et al. (2011); Goncharov e Van Triest (2014); Lin, Chen e Tsai (2016).
Variáveis Independentes		
Price Earning Ratio (PER)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Lucro por Ação}}$	Nicholson (1960); Basu (1977); Costa Junior e Neves (2000); Harada e Nguyen (2005); Li e Zhao (2008); Jensen, Lundstrum, e Miller (2010); Faria et al. (2011); Balachandran et al. (2012); Mellet (2013); Li, Chen e Tsai (2016).
Price Book Value (PBV)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Valor Contábil por Ação}}$	Lakonishok, Shleifer e Vishny (1994); Costa Junior e Neves (2000); Harada e Nguyen (2005); Li e Zhao (2008); Almeida e Eid Junior (2010); Jensen, Lundstrum, e Miller (2010); Balachandran et al. (2012); Mellet (2013); Li, Chen e Tsai (2016).
Price Sales Ratio (PSR)	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{Receita Líquida por Ação}}$	Park e Lee (2003); Harada e Nguyen (2005); Li e Zhao (2008); Jensen, Lundstrum, e Miller (2010); Balachandran et al. (2012); Mellet (2013); Li, Chen e Tsai (2016).
Price Cash Dividends (PCD)	$\frac{\text{Dividendo por Ação}}{\text{Valor de Mercado}}$	Pandey (2001); Gwilym, Morgan e Thomas (2000); Novis Neto e Saito (2003); Harada e Nguyen (2005); Li e Zhao (2008); Jensen, Lundstrum, e Miller (2010); Balachandran et al. (2012); Mellet (2013); Li, Chen e Tsai (2016).
Q de tobin	$\frac{\text{VMAO} + \text{VMAP} + \text{VCD}}{\text{Ativo Total}}$	Silva (2004); Wei et al. (2011);
Variáveis Macroeconômicas (Moderadoras)		
Produto Interno Bruto (PIB)	Variação do PIB	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Agudelo e Gutierrez (2011);
Renda *per capta*	PIB/população total	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Agudelo e Gutierrez (2011);
Taxa de Inflação	Taxa anual de inflação	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Agudelo e Gutierrez (2011);
Taxa de Juros	Taxa anual de juros	Bastos, Nakamura e Basso (2009); Agudelo e Gutierrez (2011);
Variável de Assimetria de Informação (Moderadora)		
Bid Ask Spread	*Bid Ask* = $\frac{\text{Preço de Compra}}{\text{Preço de Oferta}}$	Miller e Rock (1985); Chan; Hameed (2006); Li e Zhao (2008); Agudelo e Gutierrez (2011); Lin, Chen e Tsai (2016).
Variáveis Moderadoras		
PIB*PER	Multiplicação entre a variável PIB e a variável PER	Elaboração própria de variáveis para testes adicionais.

Legenda: VMAO: Valor de mercado das ações ordinárias; VMAP: Valor de mercado das ações preferenciais; VCD: Valor contábil da dívida.
Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a moderação no Quadro 2, entre a variável macroeconômica PIB e PER, destaca-se que o estudo terá ainda as moderações relacionados às demais variáveis: renda *per capta*, taxa de inflação, taxa de juros e *bid ask spread* com as variáveis de desempenho de mercado. A partir das variáveis apresentadas no Quadro 2, utilizou-se o método de regressão de dados em painel, por meio do *software STATA*®. Optou-se por esse método, pois segundo Wooldridge (2012), esta técnica proporciona analisar uma série temporal para cada membro do corte transversal do conjunto de dados, além de eliminar possíveis efeitos das variáveis

omitidas por meio de variações na variável dependente ao longo do tempo. Além disso, possui três abordagens: *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. Deste modo, necessita-se realizar os testes de LM de *Breusch-Pagan*, F de *Chow* e *Hausman*, quando necessário, para verificar quais destas abordagens serão utilizadas no estudo, para a análise dos dados (Fávero, Belfiore, Silva, Chan, 2009).

As equações consideradas para esta análise apresentam-se na sequência. A equação 1 visa encontrar os resultados para a explicação das hipóteses H_{1a} e H_{1b} de pesquisa. Já a equação 2, diz respeito as hipóteses H_{2a} e H_{2b}, visto que os fatores macroeconômicas e de assimetria de informação foram consideradas no modelo.

Equação (1)

$$\text{Distribuição de Dividendos} = \beta_0 + \beta_1 \text{PER} + \beta_2 \text{PBV} + \beta_3 \text{PSR} + \beta_4 \text{PCD} + \beta_5 \textit{Q de tobin} + \boldsymbol{\varepsilon}$$

Equação (2)

$$\text{Distribuição de Dividendos} = \beta_0 + \beta_1 \text{PER} + \beta_2 \text{PBV} + \beta_3 \text{PSR} + \beta_4 \text{PCD} + \beta_5 \textit{Q de tobin} + \beta_6 \textit{PIB} + \beta_7 \text{Renda } \textit{per capta} + \beta_8 \text{ TInflação} + \beta_9 \text{TJuros} + \beta_{10} \textit{BidAsk} + \beta_{11} \text{PIB*PER} + \beta_{12} \text{PIB*PBV} + \beta_{13} \text{PIB*PSR} + \beta_{14} \text{PIB*PCD} + \beta_{15} \text{PIB*}\textit{Q de tobin} + \beta_{16} \text{Renda } \textit{per capta}\text{*PER} + \beta_{17} \text{Renda } \textit{per capta}\text{*PBV} + \beta_{18} \text{Renda } \textit{per capta}\text{*PSR} + \beta_{19} \text{Renda } \textit{per capta}\text{*PCD} + \beta_{20} \text{Renda } \textit{per capta*Q de tobin} + \beta_{21} \text{TInflação*PER} + \beta_{22} \text{TInflação*PBV} + \beta_{23} \text{TInflação*PSR} + \beta_{24} \text{TInflação*PCD} + \beta_{25} \text{TInflação*}\textit{Q de tobin} + \beta_{26} \text{TJuros*PER} + \beta_{27} \text{TJuros*PBV} + \beta_{28} \text{TJuros*PSR} + \beta_{29} \text{TJuros*PCD} + \beta_{30} \text{TJuros*} \textit{ Q de tobin} + \beta_{31} \textit{Bid Ask}\text{*PER} + \beta_{32} \textit{Bid Ask}\text{*PBV} + \beta_{33} \textit{Bid Ask}\text{*PSR} + \beta_{34} \textit{Bid Ask}\text{*PCD} + \beta_{35} \textit{Bid Ask* Q de tobin} + \boldsymbol{\varepsilon}$$

Ressalta-se que estas equações foram realizadas individualmente para cada país pertencente ao grupo BRICS.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresenta-se a descrição e análise dos resultados encontrados no estudo. Antes de analisar a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS, por meio da regressão de dados em painel, realizou-se o teste de normalidade dos dados. Esse teste revelou que os dados analisados não são normais, pois o teste de *Kolmogorov-Smirnov* apresentou-se significativo ao nível de 5%. Para tanto, deve-se efetuar a correlação de *spearman*, com vistas a identificar a relação existente entre as variáveis e os possíveis problemas de multicolineariedade (Fávero et al., 2009).

A correlação de *spearman* entre as variáveis revelou a existência de relação entre a variável dependente (distribuição de dividendos) e as independentes (desempenho de mercado), em todos os países analisados, mas isto somente poderá ser confirmado por meio da análise de regressão de dados em painel. O modelo de regressão de dados em painel utilizado para a equação 1 foi o modelo de efeitos fixos para o Brasil, Rússia, Índia e China, visto que o teste de LM *Breusch-Pagan* e o teste de *Hausman* foram significativos ao nível de 5%. Já para a África do Sul a modelagem de regressão de dados em painel utilizada foi o modelo POLS, uma vez que o teste de LM de *Breusch-Pagan* e o teste de F de *Chow* não foram significativos ao nível de 5%. Na Tabela 1 apresentam-se os resultados da análise de regressão de dados em painel com todos os países.

Tabela 1 – Resultados do modelo da regressão de dados em painel – Equação 1

País	Brasil		Rússia		Índia		China		África do Sul	
V	FIXO		FIXO		FIXO		FIXO		POLS	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
PER	-0,3079	0,924	-4,70e-0	0,999	-0,021	0,999	176,77	0,921	-0,000	0,715
PBV	-0,0012	0,861	-0,0000	0,923	0,0023	0,994	-0,028	0,940	0,0026	0,802
PSR	1,01e-0	0,999	-9,84e-0	0,992	0,0239	0,001*	0,1001	0,843	0,0165	0,009*
PCD	5,3463	0,000*	0,0768	0,000*	-0,267	0,000*	4,7947	0,000*	10,205	0,000*
Q tobin	0,0000	0,916	-9,82e-0	0,753	-8,44e-	0,928	2,61e-	0,884	-0,000	0,742
_Cons.	106,72	0,000	821,62	0,000	1433,6	0,000	108,92	0,024	613,45	0,000
RW	0,4332		0,3595		0,3172		0,6799		------	
RB	------		------		------		------		------	
RO	------		------		------		------		------	
R-S	------		------		------		------		0,3300	
TF	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
B-P	Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 1,0000	
TC	Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,8531	
TH	Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 ------	
N obs.	1495		3180		5975		9035		1355	

Legenda: V: Variáveis; RW: R *Within;* RB: R *Between;* RO: R *Overall;* R-S: R-*Squared;* TF: Teste F; B-P: *Breusch-Pagan;* TC: Teste de *Chow;* TH: Teste de *Hausman;* N obs.: Número de Observações.
*Significância ao nível de 5%.
Fonte: Dados da pesquisa.

Segundo a Tabela 1, o coeficiente de determinação (R^2), demostrou um poder de explicação do modelo de 43,32% (Brasil), 35,95% (Rússia), 31,72% (Índia), 67,99% (China) e 33% (África do Sul). No que tange os resultados, a variável PCD apresentou influência positiva e significativa na distribuição de dividendos das empresas da amostra pertencentes aos países do Brasil, Rússia, China e África do Sul, o que revela que a proporção dos lucros que são destinados aos acionistas impacta na distribuição de dividendos, pois conforme Assaf Neto (2012) empresas com altos índices de PCD proporcionam uma boa perspectiva sobre a distribuição dos dividendos, fato este constatado na presente pesquisa. Os achados de Pandey (2001), Gwilym, Morgan e Thomas (2000) e Novis Neto e Saito (2003) se relacionam com os resultados deste estudo, visto que encontraram evidências de que o índice PCD possui um papel significativo na explicação dos retornos das ações, o que consequentemente apresenta influência na distribuição dos dividendos.

Outro achado relevante é do país África do Sul, pois além do índice PCD apresentar influência positiva e significativa na distribuição de dividendos, o índice PSR também se revelou significativo e positivo frente à distribuição de dividendos, o que revela que estas empresas analisam tanto o lucro destinado aos acionistas e o múltiplo de receita que mede o valor do patrimônio ou de um negócio relativo às receitas que gera, para então determinar a distribuição dos dividendos entre os acionistas destas empresas.

Contudo, na Índia, o indicador PCD apresentou-se significativo, mas negativo, o que significa que o lucro destinado aos acionistas apresenta influência negativa na distribuição de dividendos. Já a variável PSR, assim como na África do Sul, revelou uma influência positiva e significativa na distribuição de dividendos, apresentando a Índia um cenário parecido com a África do Sul, mas com sinais iguais (positivo) somente para a variável PSR e diferentes (negativo) para a variável PCD. Park e Lee (2003) também encontraram resultados positivos para o índice PSR, assim como, os resultados constatados para a Índia e África do Sul.

Diante destes resultados pode-se rejeitar a hipótese $\mathbf{H_{1a}}$, e aceitar a hipótese de pesquisa $\mathbf{H_{1b}}$ para os países Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, pois se encontraram

evidências de que o desempenho de mercado possui influência positiva na distribuição de dividendos.

Na sequência da análise dos dados, com vistas a analisar se o desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação, apresenta influência na distribuição de dividendos, aplicou-se nos dados a equação 2. O modelo de regressão de dados em painel utilizado para esta equação foi o modelo de efeitos fixos para o Brasil, Rússia e Índia. Para a China a modelagem utilizada foi a de efeitos aleatórios e para a África do Sul foi utilizada a modelagem POLS. Na Tabela 2, apresentam-se estes resultados.

Tabela 2 – Resultados do modelo da regressão de dados em painel – Equação 2

País	Brasil		Rússia		Índia		China		África do Sul	
V	FIXO		FIXO		FIXO		ALEATÓRIO		POLS	
	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.	Coefic.	Sig.
PER	269,53	0,899	1,5931	0,937	59,069	0,988	10899	0,865	0,0211	0.935
PBV	0,0013	0,997	0,0010	0,974	-5,113	0,945	-20,650	0,333	-0,006	0.986
PSR	0,0050	0,917	-0,0003	0,911	0,0695	0,971	90,100	0,015*	-0,104	0.646
PCD	28,559	0,011*	5,227	0,000*	-28,56	0,000*	12,922	0,000*	473,60	0,000*
Q tobin	-0,0039	0,643	0,0000	0,911	-1,21e-	0,959	0,0001	0,711	-0,001	0.828
PIB	220,20	0,568	-535,4	0,924	856,52	0,739	-2437	0,692	9,160	0.629
RPC	-92778	0,375	26539	0,483	-3505	0,536	3160,3	0,709	-475,9	0.689
TI	0,0282	0,252	-73,784	0,737	-23,33	0,602	237,18	0,002*	-27,47	0.974
TJ	-19,047	0,313	-60,612	0,646	-14,04	0,930	-338,5	0,274	-0,006	0.941
Bid Ask	0,0871	0,922	-0,0082	0,635	-0,021	0,790	-3,183	0,865	1144,0	0,070**
PIB*PER	48,733	0,961	-0,9729	0,935	46,975	0,980	-7827	0,988	-0,000	0.745
PIB*PBV	-0,0070	0,933	-0,0029	0,920	1,7904	0,950	112,71	0,486	-0,001	0.559
PIB*PSR	-0,0004	0,978	0,0005	0,870	0,2301	0,752	274,04	0,100**	-0,001	0.331
PIB*PCD	-15,108	0,000*	3,5996	0,000*	-23,99	0,000*	-3,547	0,595	12,738	0,000*
PIB**Qtob*	-0,0013	0,658	-0,0001	0,808	2,22e-	0,918	-0,000	0,822	3,80e-	0.901
RPC*PER	-18243	0,946	-	-	-78,99	0,984	10989	0,987	0,0444	0.696
RPC*PBV	1,2990	0,965	0,3364	0,845	1.1047	0,987	-155,7	0,485	0,1019	0.561
RPC*PSR	-0,0309	0,995	-0,0503	0,845	-.3254	0,857	-369,7	0,106**	0,0765	0.359
RPC*PCD	4405,7	0,000*	-53,131	0,003*	44.013	0,000*	4,7679	0,603	-827,6	0,000*
RPC**Qtob*	0,4262	0,611	0,0142	0,746	-1,58e-	0,965	0,0004	0,824	-0,000	0.907
TI*PER	0,0046	0,915	0,0601	0,934	-0,467	0,988	1038,1	0,861	-0,025	0.773
TI*PBV	1,48e-0	0,983	0,0000	0,969	0,0471	0,933	1,4618	0,386	-0,011	0.923
TI*PSR	1,23e-0	0,907	-0,0000	0,910	-0,000	0,982	-4,582	0,002*	-0,029	0.625
TI*PCD	-0,0008	0,001*	-0,2067	0,000*	0,2918	0,000*	1,3076	0,000*	228,76	0,000*
TI**Q*tob	-6,21e-	0,755	5,05e-0	0,855	-6,58e-	0,981	-3,27e-	0,982	0,0001	0.925
TJ*PER	-3,5366	0,917	0,0377	0,934	-3,073	0,977	-2990	0,884	-296e-	0.782
TJ*PBV	-0,0000	0,991	9,25e-0	0,990	-0,056	0,979	5,7224	0,374	8,12e-	0.936
TJ*PSR	-0,0000	0,906	-7,37e-	0,928	-0,002	0,959	18,015	0,033*	1,01e-	0.888
TJ*PCD	0,4864	0,019*	-0,1174	0,000*	0,8272	0,000*	-2,020	0,000*	0,0028	0.203
TJ**Q*tob	0,0000	0,778	2,59e-0	0,873	-7,08e-	0,957	-0,000	0,744	-2,34e-	0.888
*BidAsk**PER	-39,022	0,859	4,96e-0	0,997	-0,117	0,977	2283,3	0,779	-0,024	0.714
*BidAsk**PBV	0,0019	0,935	0,0000	0,873	0,0000	0,961	-0,037	0,980	-0,131	0.274
*BidAsk*PSR*	-0,0014	0,682	2,57e-0	0,926	4,60e-	0,930	-0,441	0,368	0,1947	0,023*
*BidAsk**PCD	-0,0067	0,198	-6,39e-	0,813	0,0016	0,000*	-0,330	0,000*	30,506	0,019*
*BidAsk*Qtob*	-5,36e-	0,950	6,94e-1	0,616	-4,98e-	0,986	1,06e-	00857	0,0008	0.827
_Cons.	1386,4	0,196	-1326,1	0,819	5237,8	0,337	2370,3	0,081	-489,8	0.818
RW	0,5078		0,2473		0,3135		------		------	
RB	------		------		------		------		------	
RO	------		------		------		0,7111		------	
R-S	------		------		------		------		0,2325	
TF	0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*		0,0000*	
B-P	Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0,0000*		Sig X^2 0.0000*		Sig X^2 1,0200	
TC	Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0000*		Sig. F 0,0001*		Sig. F 0,8941	
TH	Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 0,0000*		Sig. X^2 1,0000*		Sig. X^2 ------	
N obs.	1495		3180		5975		9035		1355	

Legenda: V: Variáveis; RPC: Renda per capta; TI: Taxa de Inflação; TJ: Taxa de Juros; RW: R *Within;* RB: R *Between;* RO: R *Overall;* R-S: R-*Squared;* TF: Teste F; B-P: *Breusch-Pagan;* TC: Teste de *Chow;* TH: Teste de *Hausman;* N obs.: Número de Observações.

*Significância ao nível de 5%.

**Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os dados apresentados na Tabela 2, observa-se que o poder de explicação do modelo analisado entre os países é responsável por 50,78% da variação da distribuição de dividendos no caso do Brasil, 24,73% da Rússia, 31,35% Índia, 71,11% China e 23,25% para a África do Sul. Conforme os resultados evidenciados na Tabela 1, percebe-se que em todas as empresas analisadas pertencentes ao grupo BRICS, o desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação apresentaram influência na distribuição de dividendos. No geral, destaca-se que os fatores macroeconômicos: PIB, renda per capta, taxa de inflação, taxa de juros e de assimetria de informação (*bid ask spread*) moderam a relação entre o desempenho de mercado e a distribuição de dividendos, bem como, auxiliam na determinação e pagamento dos dividendos nos países analisados. Estes achados indicam que os gestores devem levar em consideração a situação da economia, assim como, fatores macroeconômicos e de assimetria de informação, para a determinação das mudanças na distribuição de dividendos.

Os resultados encontrados nas empresas da China corroboram com os achados de Lee e Xiao (2004), visto que os resultados do estudo revelaram que as empresas chinesas possuem alta propensão a pagar dividendos e a tributação é a explicação predominante, conforme os resultados encontrados na presente pesquisa.

No que tange a assimetria de informação, os estudos de Li e Zhao (2008) e Lin, Chen e Tsai (2016), também encontraram uma relação positiva entre a assimetria de informação e a política de distribuição de dividendos, o que indica que empresas com maior assimetria de informação são menos propensas a pagar dividendos, visto que há um desequilíbrio da informação no mercado de capitais. Os achados de Miller e Scholes (1982) revelaram que um equilíbrio nas informações disponibilizadas no mercado acionário sobre a distribuição de dividendos melhora o desempenho de mercado das empresas. Assim, quanto menos assimetria houver no mercado de ações, melhor será o desempenho de mercado das empresas e consequentemente maior será o pagamento de dividendos aos acionistas. Portanto, uma maior transparência de informações, leva a um efeito moderador positivo sobre a relação entre o desempenho de mercado e a política de dividendos (Lin, Chen & Tsai, 2016).

Esta pesquisa assemelha-se aos achados de Agudelo e Gutierrez (2011) para a América Latina, visto que concluíram que os mercados de ações reagem parcialmente às informações macroeconômicas, não obtendo a eficiência geral. Além disso, o estudo desenvolvido por Bastos, Nakamura e Basso (2009), com empresas da América Latina corrobora com esta pesquisa, pois os resultados para o fator macroeconômico PIB pode ser considerado robusto, conforme constatado na presente pesquisa, visto que o desempenho de mercado moderado pelo PIB apresentou-se significativo para todos os países analisados. Contudo, para alguns países o PIB apresentou-se negativo e significativo, o que indica que quando há crescimento econômico de um país, as empresas diminuem a política de distribuição de dividendos, havendo o contrário, aumentam os lucros destinados aos investidores. Deste modo, um relevante mercado de capitais representa uma forma de financiamento para as empresas (Bastos, Nakamura & Basso, 2009), assim como, possibilidades de melhorias no desempenho de mercado, o que revela que um mercado de capitais robusto incentiva as empresas a utilizá-lo de maneira mais intensa.

De modo geral, os coeficientes para os países BRICS são, em sua maioria, negativos e significativos, o que confirma haver características únicas para cada um desses países que os tornam diferentes, mesmo sendo países considerados emergentes e em desenvolvimento. Tais características devem ser devidas aos fatores institucionais, como presume La Porta et al. (2000).

Nota-se a partir destes resultados o quanto o desempenho de mercado, moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação apresenta importância para a

distribuição de dividendos nas empresas, achados estes que permitem rejeitar a hipótese de pesquisa **H_{2a}**, e aceitar a hipótese **H_{2b}**, pois os resultados revelaram para todos os países que o desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação possui influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS. Para tanto, a afirmação de Miller e Rock (1985) pode ser confirmada a partir dos resultados, pois abordaram que muitos arranjos macroeconômicos e de assimetria de informação, auxiliam na explicação da distribuição de dividendos e desempenho de mercado das empresas. No Quadro 3 apresenta-se um resumo dos resultados das hipóteses do estudo.

Quadro 3 – Resumo dos resultados das hipóteses de pesquisa

Hipóteses	Resultados				
	Brasil	**Rússia**	**Índia**	**China**	**África do Sul**
H_{1a}: O desempenho de mercado não possui influência positiva na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.	Rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita
H_{1b}: O desempenho de mercado possui influência positiva na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita
H_{2a}: O desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação não possui influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.	Rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita	Rejeita
H_{2b}: O desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação possui influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme o Quadro 3, nota-se que as hipóteses consideradas nulas (H_{1a} e H_{2a}) foram rejeitadas a partir dos resultados encontrados na pesquisa para todos os países analisados. Já, as hipóteses H_{1b} e H_{2b} puderam ser aceitas para o grupo BRICS, visto que o desempenho de mercado apresentou influência na distribuição de dividendos e até mesmo quando há a presença de fatores macroeconômicos e de assimetria de informação no período de 2011 a 2015. Portanto, este estudo abrange o desempenho de mercado como um importante determinante da política de distribuição de dividendos das empresas e contribui para a literatura sobre os efeitos reais dos mercados financeiros dos países pertencentes ao BRICS.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados revelaram que a variável que representa a proporção dos lucros que são destinados aos acionistas (PCD), apresentou influência positiva e significativa na distribuição de dividendos nos países Brasil, Rússia, China e África do Sul. Na Índia esta influência evidenciou-se negativa. Além disso, a variável PSR, que diz respeito a um múltiplo de receita que mede o valor do patrimônio ou de um negócio relativo às receitas que as empresas geram, apresentou-se também influente de maneira positiva e significativa na distribuição dos dividendos nos países da Índia e África do Sul.

Estes achados indicam que tanto o valor destinado aos acionistas e as receitas geradas pelas empresas impacta na distribuição dos dividendos dos países pertencentes ao BRICS, resultados estes que nos permite rejeitar a hipótese **H_{1a}** de pesquisa e aceitar a hipótese **H_{1b}**, para os países Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul, visto que o desempenho de mercado possui influência positiva na distribuição de dividendos das empresas analisadas.

Posteriormente levou-se em consideração a equação 2 que buscou dar suporte para as hipóteses H_{2a} e H_{2b} do estudo. Os achados indicaram que as variáveis PCD e PSR moderadas pelos fatores macroeconômicos PIB, Renda *per capta*, Taxa de inflação, Taxa de juros e de assimetria de informação (*Bid Ask Spread)*, apresentaram influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS. No entanto, o PCD e o PSR juntos moderados pelos fatores macroeconômicos somente apresentaram influência no caso da China e África do Sul, visto que nos países Brasil, Rússia e Índia somente o PCD moderado pelos fatores macroeconômicos apresentou influência na distribuição de dividendos.

Destaca-se que a Taxa de Inflação no caso da China e a assimetria de informação na África do Sul evidenciou influência na distribuição de dividendos, o que revela o quanto a inflação e o desequilíbrio da informação entre os acionistas e gestores das empresas pode impactar na distribuição de dividendos, assim como, no desempenho de mercado. Estes resultados indicam a importância de se considerar fatores macroeconômicos e de assimetria de informação em estudos que envolvem países, visto que cada país possui suas particularidades, e, além disso, são fatores que ajudam a explicar o comportamento das empresas, embora ainda haja muito que se pesquisar nessa temática em finanças corporativas. A partir destes resultados pode-se rejeitar a hipótese de pesquisa $\mathbf{H_{2a}}$ para todos os países analisados e aceitar a hipótese $\mathbf{H_{2b}}$, pois o desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação possui influência na distribuição de dividendos de empresas pertencentes ao BRICS.

Conclui-se em relação ao objetivo da pesquisa, que há influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos, e até mesmo do desempenho de mercado moderado pelos fatores macroeconômicos e de assimetria de informação. Em resposta à questão de pesquisa, destaca que os gestores devem estar atentos ao desempenho de mercado das empresas quando se trata da elaboração e alteração na política de distribuição de dividendos, visto que o desempenho de mercado apresentou influência na distribuição de dividendos.

A contribuição do estudo está voltada para demonstrar as estratégias que são utilizadas pelas empresas pertencentes ao BRICS no que tange o desempenho de mercado e distribuição de dividendos, visto que o desempenho impacta na distribuição, demonstrando assim, quais indicadores de mercado devem ser mais observados nas análises de mercado das empresas.

Frente às limitações do estudo, assume-se que o modelo analisado é uma aproximação para medir a influência do desempenho de mercado na distribuição de dividendos, assim, essa pesquisa carrega as limitações relacionadas ao modelo de variáveis utilizado e a impossibilidade da generalização dos resultados. Outra limitação é a não obrigatoriedade da distribuição de dividendos na Rússia, Índia, China e África do Sul. Sugere-se desenvolver pesquisas sobre períodos posteriores e a alteração do grupo estudado, visto que uma nova amostra possibilitará a utilização deste estudo para fins de comparabilidade dos resultados.

REFERÊNCIAS

Adaoglu, C. (2000). Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) corporations: evidence from an emerging market. *Emerging Markets Review*, *1*(3), pp. 252-270.

Agudelo, D., & Gutierrez, A. (2011). Anuncios Macroeconómicos Y Mercados Accionarios: El Caso Latinoamericano (Macroeconomics and the Stock Market: The Case of Latin America). *Center for Research in Economics and Finance, Working Papers*, 11-17, pp. 1-25.

Almeida, J. R. de, & Eid Júnior, W. (2010). Estimando o Retorno das Ações com Decomposição do Índice Book-to-Market: Evidências na Bovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, *8*(4), pp. 417–441.

Assaf Neto, A. (2012). *Finanças Corporativas e Valor*. 6. ed. São Paulo: Atlas.

Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, *59*(3), pp. 1125-1165.
Baker, H. K., Farrelly, G. E., & Edelman, R. B. (1985). A survey of management views on dividend policy. *Financial Management*, *14*(3), pp. 78-84.
Balachandran, B., Krishnamurti, C., Theobald, M., & Vidanapathirana, B. (2012). Dividend reductions, the timing of dividend payments and information content. *Journal of Corporate Finance*, *18*(5), pp. 1232-1247.
Barth, A., Moreno–Bromberg, S., & Reichmann, O. (2016). A non-stationary model of dividend distribution in a stochastic interest-rate setting. *Computational Economic*s, *47*(3), pp. 447-472.
Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *Revista de Administração Mackenzie*, *10*(6), pp. 47-77.
Basu, S. (1977). Investment performance of common stock in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis. *The Journal of Finance*, *32*(3), pp. 663-682.
Bayburina, E., & Golovko, T. (2009). Design of Sustainable Development: Intellectual Value of Large BRIC Companies and Factors of their Growth. *Electronic Journal of Knowledge Management*, *7*(5), pp. 535-558.
Black, F. & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, *1*(1), pp. 1-22.
Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2015). *Investimentos*.10. ed. Porto Alegre: AMGH.
Brealey, R. A., & Myers, S. C. (2006). *Finanças Corporativas*: Investimento de Capital e Avaliação. Porto Alegre: Bookman.
Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças*, *13*(28), pp. 39-55.
Cesari, A. de, & Huang-Meier, W. (2015). Dividend changes and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, *35*, pp. 1-17.
Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, *80*(1), pp. 115-147.
Chen, D., Jian, M., & Xu, M. (2009). Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China. *Pacific-Basin Finance Journal*, *17*(2), pp. 209-223.
Cheng, H. F., Gutierrez, M., Mahajan, A., Shachmurove, Y., & Shahrokhi, M. (2007). A future global economy to be built by BRICs. *Global Finance Journal*, *18*(2), pp. 143-156.
Chung, K., & Pruitt, S. (1994). A simple approximation of *Tobin*'s Q. *Financial Management*, *23*(3), pp. 70-74.
Costa Junior, N. C. A. da, & Neves, M. B. E. das. (2000). Variáveis fundamentalistas e os retornos das ações. *Revista Brasileira de Economia*, *54*(1), pp. 123-137.
Damodaran, A. (2007). *Avaliação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
David, T., & Ginglinger, E. (2016). When cutting dividends is not bad news: The case of optional stock dividends. *Journal of Corporate Finance*, *40*, pp. 174-191.
Dedman, E., Kungwal, T., & Stark, A. W. (2010). Dividend displacement, market value, regular and special dividends, and share buybacks in the UK. *Working Paper*, *1*(1), pp. 1-31.
Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economics*, *89*(1), pp. 62-82.
Erkan, A., Fainshmidt, S., & Judge, W. Q. (2016). Variance decomposition of the country, industry, firm, and firm-year effects on dividend policy. *International Business Review*, *25*, pp. 1309-1320.
Famá, R., & Barros, L. A. (2000). Q *de tobin* e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. *Caderno de Pesquisas em Administração*, *7*(4), pp. 27-43.

Faria, L. E. C. T. de, Ness Junior, W. L., Klotzle, M. C., & Pinto, A. C. F. (2011). Análise da utilização de um modelo de quatro fatores como ferramenta auxiliar para gestão de carteiras baseadas no IBrX. *Brazilian Business Review*, *8*(4), pp. 70-93.

Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L. da, & Chan, B L. (2009). *Análise de Dados*: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier.

Fonteles, I. V., Peixoto Júnior, C. A., Vasconcelos, A. C. de, & De Luca, M. M. M. (2012). Política de dividendos das empresas participantes do Índice Dividendos da BM&FBovespa. *Contabilidade Vista & Revista*, *23*(3), pp. 173-204.

Gentry, W. M., Kemsley, D., & Mayer, C. J. (2003). Dividend taxes and share prices: evidence from real estate investment trusts. *The Journal of Finance*, *58*(1), pp. 261-282.

Goncharov, I., & Van Triest, S. (2014). Unintended consequences of changing accounting standards: the case of fair value accounting and mandatory dividends. *Abacus*, *50*(3), pp. 341-367.

Groppelli, A. A., & Nikbakht, E. (2006). *Administração Financeira*. 2. ed. São Paulo: Saraiva.

Gwilym, O.; Morgan, G., & Thomas, S. (2000). Dividend stability, dividend yield and stock returns: UK evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, *27*(3/4), pp. 261-281.

Hanlon, M., & Hoopes, J. L. (2014). What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics*, 114(1), pp. 105-124.

Harada, K., & Nguyen, P. (2005). Dividend change context and signaling efficiency in Japan. *Pacific-Basin Finance Journal*, *13*(5), pp. 504-522.

Jacobs, L. M., & Rossem, R. (2014). The BRIC Phantom: A comparative analysis of the BRICs as a category of rising powers. *Journal of Policy Modeling*, *36*, pp. 47-66.

Jensen, G. R., Lundstrum, L. L., & Miller, R. E. (2010). What do dividend reductions signal? *Journal of Corporate Finance*, *16*(5), pp. 736-747.

La Porta, R.; Lopez-De-Silane, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, *55*(1), pp. 1-33.

Lakonishok, J., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1994). Contrarian investment, extrapolation, and risk. *The Journal of Finance*, *49*(5), pp. 1541-1578.

Leal, R. P. C., & Saito, R. (2003). Finanças corporativas no Brasil. *RAE eletrônica*, *2*(2), pp. 1-15.

Lee, C.-W. J., & Xiao, X. (2004). Tunneling dividends. *The Journal of Finance*, *15*(3), pp. 2-32.

Li, K., & Zhao, X. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*, *37*(4), pp. 673-694.

Lin, T.-J., Chen, Y.-P., & Tsai, H.-F. (2016). The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. *Finance Research Letters*.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, *46*(2), pp. 97-113.

_____, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, *55*(3), pp. 243-269.

Liu, C., & Chen, A.-S. (2015). Do firms use dividend changes to signal future profitability? A simultaneous equation analysis. *International Review of Financial Analysis*, *37*, pp. 194-207.

Livoreka, B., Hetemi, A., Shala, A., Hoti. A., & Asllanaj, R. (2014). Theories on Dividend Policy Empirical Research in Joint Stock Companies in Kosovo. *Procedia Economics and Finance*, *14*, pp. 387-396.

Loss, L., & Sarlo Neto, A. (2006). O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, *17*(40), pp. 52-66.

Mellet, J. (2013). The impact of special dividend announcements, insider ownership, and tax increases on US equity prices. *New York University*, *1*(1), pp. 1-19.

Michaely, R., & Roberts, M. R. (2011). Corporate dividend policies: lessons from private firms. *Review of Financial Studies*, *25*(3), pp. 711-746.

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, *34*(4), pp. 411-433.

_____, M. H., & Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: Some empirical evidence. *The Journal of Political Economy*, *90*(6), pp. 1118-1141.

_____, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, *40*(4), pp. 1031-1051.

Nicholson, S. F. (1960). Price-Earnings Ratio. *Financial Analysts Journal*, *16*(4), pp. 43-45.

Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003). Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, *38*(2), pp. 135-143.

Pandey, I. M. (2001). The expected stock returns of malaysian firms: a panel data analysis. *Working Paper*, 01-9, pp. 219-245, 2001.

Park, Y. S., & Lee, J.-J. (2003). An empirical study on the relevance of applying relative valuation models to investment strategies in the Japanese stock market. *Japan and the World Economy*, *15*(3), pp. 331-339.

Procianoy, J. L., & Poli, B. T. C. (1993). A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Empresas*, *33*(4), pp. 06-15.

Radulescu, I. G., Panait, M., & Voica, C. (2014). BRICS Countries Challenge to the World Economy New Trends. *Procedia Economics and Finance*, *8*, pp. 605-613.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., & Lamb, R. (2015). *Administração Financeira*: Versão brasileira de Corporate Finance. 10. ed. Porto Alegre: AMGH.

Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, *5*(3), pp. 249-259.

Silva, A. L. C. da. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, *39*(4), pp. 348-361.

Tao, Q., Nan, R., & Li, H. (2016). Information content of unexpected dividends under a semi-mandatory dividend policy: An empirical study of China. *The North American Journal of Economics and Finance*, *37*, pp. 297-318.

Vancin, D. F., & Procianoy, J. L. (2016). Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, *14*(5), pp. 89-123.

Wei, Z., Wu, S., Li, C., & Chen, W. (2011). Family control, institutional environment and cash dividend policy: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, *4*(1), pp. 29-46.

Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory Econometrics*: a modern approach. Cengage Learning.