

MFC196 - DIVIDENDOS E REAÇÃO DO MERCADO: UMA ANÁLISE SOB O ENFOQUE DAS TEORIAS DA SINALIZAÇÃO E DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

Autoria

Sandriele Leite Mota

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (JOÃO PESSOA)

Orleans Silva Martins

UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (JOÃO PESSOA)

Resumo

Este estudo analisou o efeito do anúncio do pagamento de dividendos sobre o preço das ações das empresas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) durante o período de 1997 a 2017. A amostra consistiu em 750 anúncios de pagamento de dividendos de 53 empresas, por meio de um estudo de eventos, no intuito de identificar a existência de retornos anormais acumulados (CARs) em torno das datas dos anúncios. No tocante aos resultados da pesquisa, encontraram-se evidências de retornos anormais nos 2 (dois) dias que sucederam as datas dos anúncios, indicando que eles são relevantes ao mercado de capitais brasileiro, ratificando evidências de Lintner (1956). Por fim, na análise da relação dos retornos anormais acumulados (CARs) e das teorias da Sinalização e do Fluxo de Caixa Livre, não foi possível comprovar as afirmações de Lang e Litzenberger (1989) de que os retornos médios em resposta ao anúncio do pagamento de dividendos são maiores nas empresas com excessos de investimentos e que os investidores antecipam o aumento de dividendos para empresas maximizadoras de valor no mercado. Os achados desta pesquisa contribuem ao fomentar evidências sobre a relevância da política de dividendos no auxílio à tomada de decisões de investimento, especialmente ao identificar retornos anormais em torno das datas dos anúncios dos pagamentos, demonstrando que eles sinalizam ao mercado uma boa notícia sobre o desempenho das empresas

DIVIDENDOS E REAÇÃO DO MERCADO: UMA ANÁLISE SOB O ENFOQUE DAS TEORIAS DA SINALIZAÇÃO E DO FLUXO DE CAIXA LIVRE

RESUMO

Este estudo analisou o efeito do anúncio do pagamento de dividendos sobre o preço das ações das empresas listadas na Brasil, Bolsa e Balcão (B3) durante o período de 1997 a 2017. A amostra consistiu em 750 anúncios de pagamento de dividendos de 53 empresas, por meio de um estudo de eventos, no intuito de identificar a existência de retornos anormais acumulados (CARs) em torno das datas dos anúncios. No tocante aos resultados da pesquisa, encontraram-se evidências de retornos anormais nos 2 (dois) dias que sucederam as datas dos anúncios, indicando que eles são relevantes ao mercado de capitais brasileiro, ratificando evidências de Lintner (1956). Por fim, na análise da relação dos retornos anormais acumulados (CARs) e das teorias da Sinalização e do Fluxo de Caixa Livre, não foi possível comprovar as afirmações de Lang e Litzenberger (1989) de que os retornos médios em resposta ao anúncio do pagamento de dividendos são maiores nas empresas com excessos de investimentos e que os investidores antecipam o aumento de dividendos para empresas maximizadoras de valor no mercado. Os achados desta pesquisa contribuem ao fomentar evidências sobre a relevância da política de dividendos no auxílio à tomada de decisões de investimento, especialmente ao identificar retornos anormais em torno das datas dos anúncios dos pagamentos, demonstrando que eles sinalizam ao mercado uma boa notícia sobre o desempenho das empresas.

Palavras-chave: Dividendos; Teoria da Sinalização; Teoria do Fluxo de Caixa Livre.

1 INTRODUÇÃO

Junto às decisões de investimento e de financiamento de uma empresa, as políticas de dividendos são consideradas cruciais para o seu desenvolvimento, pois as permitem alcançar o objetivo financeiro de maximização da riqueza do acionista. E a conjugação de esforços empresariais buscando obter melhores resultados, impacta diretamente o acionista por meio da remuneração com dividendos. Neste estudo, entende-se “dividendos” como sinônimo de proventos, envolvendo tanto os dividendos propriamente ditos, como os juros sobre o capital próprio (JSCP) distribuídos aos acionistas, não sendo consideradas as bonificações de ações. Assim, devido ao grau de importância dos dividendos no mercado de ações, justificam-se os esforços empresariais e acadêmicos ao desenvolvimento de estratégias que otimizem a tomada de decisão quanto à política de dividendos.

No campo acadêmico, as pesquisas sobre dividendos têm explorado diversos aspectos, tais como: sua relevância ou irrelevância, de acordo com seus efeitos sobre o valor das empresas; os determinantes da política de dividendos relacionados aos fatores intrínsecos das empresas, como rentabilidade, endividamento, perspectivas de crescimento, ciclo de vida e setor econômico; além da análise de teorias utilizadas para explicá-los, como Sinalização, Efeito Clientela, Impostos, Fluxo de Caixa Livre e outras.

As pesquisas ainda divergem sobre a relevância (Lintner, 1962; Gordon, 1963) ou irrelevância (Miller & Modigliani, 1961) da política de pagamento de dividendos para as decisões de investimento no mercado. Apesar da existência de diferentes análises teóricas e empíricas nos últimos 50 anos, os dividendos continuam sendo um dos “quebra-cabeças” mais difíceis em finanças corporativas (Baker; Powell & Veit, 2002), também chamado na literatura de *dividend puzzle* (Black, 1976).

Vale destacar que foram Miller e Modigliani (1961) os precursores a apresentarem a ideia da irrelevância dos dividendos, propondo a existência de um mercado de capitais perfeito, formado por investidores racionais, com ausência de assimetria informacional, no qual a tomada

de decisões dos gestores relacionada aos dividendos não afetaria a riqueza dos acionistas. Desta maneira, sob a suposição de ausência de impostos ou tributação idêntica entre dividendos e ganhos de capital, os acionistas seriam indiferentes ao tipo de remuneração, motivando a proposição da irrelevância dos dividendos (Miller & Modigliani, 1961). Nessa mesma premissa, seguiram as pesquisas de Black e Scholes (1974), Miller (1986) e Miller e Scholes (1978, 1982).

Contrapondo-se à proposição da irrelevância dos dividendos, alguns estudos apontaram para a relevância dos dividendos, em que há uma relação direta entre a política de dividendos e o valor das empresas (Lintner, 1962; Gordon, 1963). Esta proposição ficou conhecida como a hipótese do “pássaro na mão”, em que os investidores são avessos ao risco e preferem o recebimento de dividendos ao invés da incerteza de ganho de capital decorrente da venda de ações e, portanto, os investidores tendem a valorizar mais as ações das companhias que distribuem seus resultados. Sob o prisma da relevância dos dividendos, Baker *et al.* (2002) destacam que algumas pesquisas têm analisado a política de dividendos sob o efeito de imperfeições de mercado, como assimetria da informação e problemas de agência, fomentando-se novas pesquisas com a análise de duas abordagens teóricas: Teoria da Sinalização (Bhattacharya, 1979) e Teoria do Fluxo de Caixa Livre (Jensen, 1986).

A Teoria da Sinalização sugere que sob a presença de informações assimétricas entre gestores e acionistas, a política de dividendos pode sinalizar informações sobre o desempenho atual e futuro das empresas (Bhattacharya, 1979; John & Williams, 1985; Miller & Rock, 1985). Esta teoria tem sido testada por diferentes pesquisadores, em que alguns têm encontrado resultados que suportam uma relação positiva entre o anúncio de dividendos e o retorno das ações (Aharony & Swary, 1980; Healy & Palepu, 1988), e outros têm resultados que não suportam tais relações (Deangelo, Deangelo & Skinner, 1996).

Por outro lado, a Teoria do Fluxo de Caixa Livre, proposta inicialmente por Jensen (1986), ressalta que na presença de recursos excedentes os gestores podem desperdiçar os fluxos de caixa em projetos com valor presente líquido (VPL) negativo. Essa teoria considera que a política de dividendos é afetada pelos problemas de agência existentes entre gestores e acionistas, em que o pagamento de dividendos é empregado como mecanismo para reduzir os fluxos de caixa excedentes (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). Diferentes pesquisas testaram essa teoria, havendo evidências que a suportam (Lang & Litzenberger, 1989) e outras que não (Starks & Yoon, 1995). Assim, diante do *dividend puzzle* sobre a relevância ou irrelevância dos dividendos, e na tentativa de identificar o que leva os gestores a tomarem decisões quanto à política de pagamento de dividendos no mercado brasileiro, este estudo tem o objetivo de analisar o efeito do anúncio do pagamento de dividendos sobre o preço das ações no mercado acionário brasileiro, sob o enfoque das teorias da sinalização e do fluxo de caixa livre.

A literatura existente sobre as teorias da Sinalização e do Fluxo de Caixa Livre não apresenta resultados consensuais, pois as imperfeições de mercado afetam cada empresa de forma diferente, não mensurando as interações existentes entre as fricções de mercado (Baker *et al.*, 2002). Diante disso e da pertinência do tema, assim como do espaço aberto à verificação dos seus reflexos no mercado brasileiro, este estudo contribui a esta literatura ao apresentar evidências sobre o papel dos dividendos nesse mercado. Isso permite a construção de estratégias empresariais e de investimento de forma mais eficiente, ao se verificar a reação do mercado aos anúncios de pagamento de dividendos.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. Relevância dos Dividendos

A tomada de decisão que envolve a devolução de recursos e ativos aos acionistas, baseada no desempenho passado e nas perspectivas futuras de crescimento da empresa, remete à política de dividendos adotada. Como apontado por Miller e Modigliani (1961), a forma como

a política de dividendos é tratada é de fundamental importância, pois impacta o preço das ações, a maneira com que os investidores planejam seus investimentos e a compreensão e avaliação do mercado de capitais pelos pesquisadores.

No que se refere à discussão sobre a política de dividendos, a literatura seminal aponta para a existência de uma série de argumentos teóricos quanto à relevância da política de dividendos para as organizações (Lintner, 1956; Gordon, 1959; 1962; Miller & Modigliani, 1961). De maneira favorável à relevância dos dividendos, Lintner (1956) considera que os investidores são avessos ao risco de não obterem o retorno esperado por meio do ganho de capital pela venda das ações, concluindo que o pagamento de dividendos é uma maneira mais segura de garanti-los, podendo aumentar o valor das empresas. A fim de testar esta proposição, Gordon (1959, 1962) verificou que os investidores preferem receber dividendos hoje a um ganho de capital no futuro, uma vez que o ganho no futuro é mais incerto. Então, para ele, o valor de uma empresa é função dos rendimentos futuros esperados. Esta ideia consiste no argumento do “pássaro na mão”.

Em contraponto, Miller e Modigliani (1961) propõem a ideia da irrelevância dos dividendos, em que estes são apenas resíduos dos lucros, não afetando o valor das empresas. Esta proposição se baseia em três pressupostos: i) mercado de capitais perfeito; ii) comportamento racional do investidor; e iii) certeza perfeita. A definição de mercados de capitais perfeitos de Miller e Modigliani (1961) se refere a um ambiente em que todos os participantes possuem o poder de negociação semelhante e isonomia no acesso à informação, sem a presença de custos para obtê-las, tais como custos de transações e impostos. Quanto ao conceito de comportamento racional este se relaciona aos investidores que sempre buscarão maximizar as suas riquezas, sendo indiferentes na maneira que ocorrerá, seja pelo recebimento de dividendos em dinheiro ou por meio da valorização de suas ações no mercado de capitais.

A partir do trabalho de Modigliani e Miller (1961) se desencadearam diversos exames empíricos que auxiliaram no desenvolvimento de pesquisas em finanças (Baker *et al*, 2002). Dentre estes, alguns estudos têm se dedicado em analisar o efeito da assimetria informacional e problemas de agência na política de dividendos das organizações, o que resultou em duas diferentes abordagens: a hipótese da sinalização e a hipótese dos fluxos de caixas livres (Fairchild, 2010).

2.2. Teorias da Sinalização e do Fluxo de Caixa Livre

A Teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1974) para analisar problemas de informação no mercado de trabalho, é considerada como um fenômeno aplicável a qualquer mercado com problemas de assimetria de informação. Esta hipótese diz respeito ao fato de que o anúncio de dividendos sinaliza certas informações sobre os fluxos de caixa futuros, consistindo na existência de assimetria informacional, em que integrantes das empresas possuem informações privilegiadas que não estão disponíveis ao mercado. Este modelo de sinalização (assimétrico) para o pagamento de dividendos foi desenvolvido por Bhattacharya (1979), John e Williams (1985) e Miller e Rock (1985).

Como descrito por Bhattacharya (1979), por meio da construção de um modelo empírico que verificou a presença de assimetria informacional na relação entre os gestores (*insiders*) e investidores (*outsiders*) quanto à rentabilidade das empresas, o pagamento de dividendos tem um custo mais alto do que o ganho de capital, considerando que as alíquotas de tributação no mercado norte-americano são mais onerosas para dividendos. Logo, considerando a desvantagem fiscal existente, por que as empresas pagariam dividendos? O autor respondeu ao questionamento afirmando que os dividendos sinalizam para o mercado de capitais a existência de fluxos de caixa futuros, constituindo as argumentações da Teoria da Sinalização.

Bhattacharya (1979) relaciona o modelo de sinalização de dividendos e custos de impostos, em que assume que os ativos das empresas geram fluxos de caixas perpétuos e os

acionistas recebem esta rentabilidade no curto prazo, durante o prazo em que estiverem de posse das ações, ao passo que John e Williams (1985) apontam existirem indagações a serem solucionadas sobre a política de dividendos, sendo proposto um modelo de equilíbrio de sinalização em que as empresas ao tentarem obter recursos para investimentos emitem novas ações ou tiram menos ações de circulação. Da mesma forma são os acionistas que vendem suas ações para obterem recursos pessoais. Em ambos os casos, os atuais acionistas sofrem alguma diluição em sua propriedade percentual da empresa. Na presença de informações privilegiadas favoráveis é mais valioso aos acionistas diluírem suas ações. Consequentemente, os gestores, atuando no interesse dos acionistas, podem distribuir um dividendo tributável se os investidores reconhecerem essa relação, aumentando o preço das ações para reduzir a diluição atual dos acionistas. No equilíbrio de sinalização resultante, os gestores controlam os dividendos de forma otimizada, enquanto os investidores pagam o preço correto pelas ações.

Os achados dos autores supracitados sugerem que os *insiders*, na figura dos gestores de empresas com expectativas reais de fluxos de caixa futuros, distribuem mais dividendos e tem suas ações melhor avaliadas sempre que a demanda por dinheiro pela empresa e pelos acionistas exceder sua oferta interna de caixa. Assim, muitas empresas distribuem mais dividendos ao invés de recomprar suas ações, enquanto outras distribuem dividendos e simultaneamente vendem novas ações (John & Williams, 1985).

Uma abordagem diferente se refere à possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa, figurando-se em problemas de agência que foram inicialmente abordados por Jensen e Meckling (1976) e que consistem no posicionamento dos administradores em atuarem com moderação no desempenho das suas atividades, dando ênfase a obtenção de riqueza pessoal em detrimento da riqueza dos acionistas. Baseada na existência de conflitos entre o administrador e os acionistas, a hipótese do fluxo de caixa livre afirma que os desembolsos de caixa podem aliviar os problemas de agência. De acordo com esta hipótese, um desembolso de caixa reduz os fundos disponíveis para os gestores, desencorajando-os a investirem em projetos destruidores de valor ou aplicações ineficientes do fluxo de caixa em busca de benefícios pessoais. Esta teoria foi iniciada pelos trabalhos de Easterbrook (1984), Jensen (1986) e Lang e Litzenberger (1989).

A pesquisa de Easterbrook (1984) teve como objetivo verificar se os dividendos consistem um método de alinhamento entre os interesses dos administradores e dos acionistas, discutindo certos problemas relacionados ao pagamento de dividendos como os custos de monitoramento dos *outsiders* e custos de emissão de novas dívidas. Para Easterbrook (1984), apesar da existência destes custos, as empresas pagam os dividendos para reduzir o fluxo de caixa disponível, necessitando que novos recursos sejam obtidos por meio da contratação de empréstimos bancários. Porém, frente à possibilidade de expropriação dos recursos pelos gestores, os acionistas incorrem em custos de agência como as despesas de monitoramento dos credores e a aversão ao risco dos gestores. Assim, a partir da retenção dos lucros, restringindo o pagamento de dividendos, os gestores podem reduzir os custos de falência dos credores.

Nesse mesmo sentido, Jensen (1986) propôs a Teoria do Fluxo de Caixa Livre para explicar a motivação da gestão em utilizar os recursos correntes da organização a partir da perspectiva dos conflitos de agência, sustentando que a gestão pode, eventualmente, fazer investimentos abaixo do custo de capital despendido na obtenção dos recursos ou desperdiçar o fluxo de caixa livre em projetos ineficientes. Esse comportamento dos gestores em expropriar recursos da organização se configura em problemas de relacionamentos de agência, tendo como consequência diversos custos, dando origem ao que a literatura chama de custos de agência do fluxo de caixa livre (Jensen, 1986). No melhor entendimento do conceito de fluxo de caixa livre, Jensen (1986) o conceitua como o fluxo de caixa superior ao exigido para financiar determinados projetos com VPL positivo, descontado ao custo de capital do investimento.

Em vista da existência desses problemas, Jensen (1986) sugere que devem ser

elaborados mecanismos que limitem o desperdício de tais recursos, mitigando os conflitos de agência existentes. Nessa perspectiva, ele aponta que o aumento do pagamento de dividendos ou da recompra de ações pode reduzir os fluxos de caixa livres à disposição dos gestores, evitando, assim, que tais recursos sejam investidos em projetos ineficientes, fazendo com que os gestores possam ter maior controle sobre os fluxos de caixas futuros. Complementando a hipótese do fluxo de caixa livre de Jensen (1986), Lang e Litzenberger (1989) propuseram a hipótese do superinvestimento do fluxo de caixa livre, no qual o anúncio de mudanças nos dividendos pelas empresas com superinvestimento pode mudar as expectativas dos investidores sobre o tamanho do investimento futuro das empresas em projetos de VPL negativo. Assim, *ceteris paribus*, o aumento (redução) nos dividendos diminui (aumenta) o valor de mercado das empresas.

Esta proposição se baseia no teste empírico das hipóteses da sinalização e do fluxo de caixa livre, explicando o impacto do anúncio dos dividendos sobre o preço das ações. Para isso, buscando distinguir as duas hipóteses, os autores agruparam as empresas de acordo com estimativas da taxa média do Q de Tobin para determinar os grupos com superinvestimento. Logo, as empresas com uma taxa média de Q de Tobin menor que 1 (um) representavam aquelas com diminuição na eficiência de capital com superinvestimento, e as empresas com uma taxa média Q de Tobin maior que 1 (um) estariam maximizando seus níveis de investimento (Lang & Litzenberger, 1989). Os achados dessa pesquisa suportaram a hipótese do superinvestimento do fluxo de caixa livre, em que o retorno médio em resposta aos anúncios de grandes variações nos dividendos é maior para as empresas de investimento que maximizam valor. Além disso, essa pesquisa também suporta a hipótese de sinalização de fluxo de caixa, em que os investidores antecipam grandes aumentos de dividendos para empresas com taxa média do Q de Tobin maior que 1 (um).

2.3. Desenvolvimento das Hipóteses de Pesquisa

As hipóteses de pesquisa deste estudo são definidas com base na fundamentação teórica apresentada. A primeira hipótese verificada diz respeito à relevância ou irrelevância dos dividendos para o mercado de capitais brasileiro. Conforme apontado por Lintner (1956), os investidores são avessos ao risco de não obterem o retorno esperado por intermédio do ganho de capital pela venda das ações e, por conta disso, o pagamento de dividendos é uma maneira mais segura de garantir seus retornos, podendo vir a aumentar o valor das empresas. Logo, esse autor constata que os dividendos são relevantes aos investidores. Em contrapartida, Miller e Modigliani (1961) propõem a ideia da irrelevância dos dividendos, em que estes são apenas resíduos dos lucros, não afetando o valor das empresas, gerando o que a literatura chama de *dividend puzzle*.

Especificamente no mercado acionário brasileiro, Martins e Famá (2012) fazem um levantamento na literatura brasileira e encontram suporte às proposições da relevância da política de dividendos, além da confirmação da existência de problemas de agência e de sinalização na definição da política de dividendos. Diante das evidências encontradas, que reforçam a hipótese da relevância dos dividendos, tem-se a primeira hipótese desta pesquisa:

Hipótese 1: O anúncio do pagamento de dividendos influencia o preço das ações.

A segunda hipótese diz respeito à Teoria do Fluxo de Caixa Livre, fundamentada por Easterbrook (1984), Jensen (1986) e Lang e Litzenberger (1989), que afirma que os desembolsos de caixa podem minimizar os problemas de agência, pois ocasionam a redução dos fundos disponíveis aos gestores, desencorajando-os a investirem em projetos destruidores de valor, ou aplicações ineficientes do fluxo de caixa, em busca de benefícios pessoais. Desta forma, o pagamento de dividendos consiste em uma estratégia útil para a mitigação dos custos

de agência. Com base nisso, apresenta-se a segunda hipótese deste estudo:

Hipótese 2: A política de dividendos das empresas pode ser explicada pela Teoria do Fluxo de Caixa Livre, tendo em vista a relação positiva existente entre os retornos anormais acumulados e o fluxo de caixa livre da empresa.

E, por último, mas não de forma excludente, a hipótese 3 se refere à Teoria da Sinalização, explorada por Bhattacharya (1979), John e Williams (1985) e Miller e Rock (1985), estabelecendo que o anúncio de dividendos sinaliza ao mercado informações sobre os fluxos de caixa futuros da empresa, prevendo boas notícias sobre sua rentabilidade futura. Sendo assim, pressupõe-se que:

Hipótese 3: A política de dividendos das empresas pode ser explicada pela Teoria da Sinalização, consoante a relação positiva entre o retorno anormal acumulado e a expectativa de lucratividade futura da empresa.

3. MÉTODO

A amostra inicial foi composta por todas as empresas com ações negociadas na B³ que pagaram dividendos no período entre 1º janeiro de 1997 a 31 de outubro de 2017, perfazendo um total de 421 empresas. As datas dos anúncios dos pagamentos foram obtidas na base de dados Comdinheiro®, relacionadas às ações com dividendos a pagar, cujas deliberações resultaram no anúncio do pagamento de dividendos durante o período em análise, perfazendo um total de 11.300 eventos. Definiram-se alguns critérios para a seleção dos eventos analisados, como a disponibilidade dos dados de todas as variáveis analisadas, a periodicidade das cotações de fechamento diário e a liquidez das ações. Desta forma, foram excluídas da amostra empresas com volume médio inferior a R\$ 800 mil por dia (média diária de 1997 a 2017), empresas que não pagaram pelo menos um dividendo ao longo do período estudado, e aquelas que não apresentaram negociação em pelo menos 80% do número de pregões anuais da B³. Para empresas que possuíam mais de uma ação em negociação, foi mantida na análise apenas a ação mais líquida. Com isso, foram excluídas 368 empresas, permanecendo um total de 53 empresas na amostra, com um total de 750 observações ao longo do período.

Com o objetivo de aumentar a confiabilidade e a homogeneidade da amostra, também se optou por retirar os *outliers*, evitando assim que as médias fossem impactadas por valores extremos. Foram considerados *outliers* as observações cujos valores se distanciavam da mediana em 10 desvios padrão para mais ou para menos. Tais procedimentos foram necessários para evitar vieses de sobrevivência e de valores extremos na análise.

3.1. Estudo de Eventos

A metodologia do estudo de eventos propicia uma análise do efeito de informações de determinadas empresas sobre o preço das ações. Campbell, Lo e Mackinlay (1997) afirmam que o estudo de eventos consiste numa técnica que mensura o efeito de um evento econômico no valor de uma determinada empresa podendo refletir imediatamente nos preços dos ativos, podendo ser empregada em pesquisas nas áreas de contabilidade e finanças para analisar fenômenos econômicos e empresariais, como fusões e aquisições, anúncios de lucros, emissões de dívidas ou ações e anúncios de variáveis macroeconômicas como o déficit comercial. Especificamente, a presente pesquisa se vale desta técnica para analisar o efeito do evento econômico (anúncio do pagamento de dividendos) para as empresas, refletindo na sua avaliação extrínsecas por meio do reflexo na valorização das suas ações.

3.1.1. Definição do Evento

O fato relevante a ser investigado no estudo de eventos se refere ao anúncio do pagamento de dividendos (dividendos e juros sobre o capital próprio). Neste sentido, algumas datas relacionadas ao pagamento de dividendos são importantes: data do anúncio, data da aprovação, data ex-dividendos e data do efetivo pagamento.

Para capturar o efeito dos dividendos sobre o preço das ações, considerou-se o evento como o dia do anúncio do pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio como a data 0 (zero). Estabeleceu-se uma janela de evento de 11 (onze) dias, de -5 dias a +5 dias em torno do dia do evento, de forma a verificar o impacto do anúncio no preço das ações. Os dias considerados foram apenas aqueles em que houveram negociações na B³, com uma janela de estimação de 126 pregões, ou seja, do pregão -131 a -6, utilizada para estimar os parâmetros do modelo de mercado: α (intercepto), β (beta), ε (erro padrão) e R^2 . Essa escolha foi motivada para que os parâmetros do modelo de mercado possam demonstrar os reais movimentos dos preços das ações, de acordo com a recomendação de Benninga (2014).

Para o cálculo dos retornos normais foram utilizadas as cotações diárias dos preços das ações das empresas, baseando-se na técnica logarítmica que consiste no mecanismo mais adequado para testes estatísticos paramétricos, atendendo ao pressuposto da normalidade da distribuição (Rostagno, Soares & Soares, 2006), conforme Equação 1. Em que, P_{it} é o Preço da Ação da empresa i no dia t ; e P_{it-1} é o Preço da Ação da empresa i no dia $t - 1$.

$$R_{it} = \text{Ln} \left(\frac{P_{it}}{P_{it-1}} \right) \quad (1)$$

Para o cálculo dos retornos anormais, partiu-se do modelo de Mercado empregado por Brown e Warner (1980, 1985) que é estimado por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), quando é possível relacionar os retornos de uma determinada ação aos retornos de uma carteira de mercado, reduzindo a variância dos retornos anormais. Campbell, Lo e Mackinlay (1997) ressaltam que esta metodologia amplia a habilidade em se detectar os efeitos de eventos isolados e as vantagens no sucesso do modelo dependem do R^2 da regressão. Desta maneira, quanto maior é este indicador, maior é a redução das variâncias e, portanto, maiores os benefícios. Para calcular o Retorno Esperado da Ação $E(R_{it})$, utilizou-se a Equação 2, em que, para toda empresa i no período t , R_{mt} é o retorno de um portfólio referencial representativo das variações gerais do mercado, que neste estudo foi o Ibovespa.

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} + \varepsilon \quad (2)$$

Para calcular o Retorno do Portfólio de Mercado, utilizou-se as ações das empresas que compõem as carteiras teóricas do índice Ibovespa, que representa o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. Desta forma, para esse cálculo foi aplicada a técnica logarítmica, conforme Equação 3, considerando a variação do Ibovespa do período $t - 1$ para o período t .

$$R_{mt} = \text{Ln} \left[\frac{Ibovespa_t}{Ibovespa_{t-1}} \right] \quad (3)$$

Para mensurar o Retorno Anormal das ações (AR_{it}), considerou-se a diferença entre retornos individuais das ações e o retorno diário do portfólio de mercado por meio do modelo de fator simples, apresentado na Equação 4, em que, $R_{i,t}$ corresponde ao retorno real da ação e $E(R_{it})$ é o retorno esperado da ação da empresa i no período t .

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (4)$$

Finalmente, o Retorno Anormal Acumulado (CAR_{it}) foi obtido por meio do somatório acumulado dos retornos anormais, conforme Equação 5, em que, AR_{it} é o retorno anormal observado ao longo do período t para a ação da empresa i .

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^n AR_{it} \quad (5)$$

3.2. Modelos Empíricos

Buscando testar as diferentes teorias propostas para explicar os retornos anormais em torno do anúncio de dividendos, conduziram-se regressões de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) em dados em painel, no período de 1997 a 2017, para analisar a relação entre os retornos anormais acumulados (variável explicada) e as variáveis explicativas utilizadas para mensurar as teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização.

3.2.1. Mensuração do Efeito Fluxo de Caixa Livre (FCF)

Diante da proposição da Teoria do Fluxo de Caixa Livre, buscando identificar sua *proxy*, foi empregada a metodologia de Agrawal e Jayaraman (1994), isto é, utilizou-se o lucro operacional (antes das depreciações e amortizações) menos despesas financeiras, tributos e dividendos, sendo este resultado ponderado pelo ativo total, conforme Equação 6.

$$FCF_{it} = \frac{\text{Lucro Operacional} - \text{Impostos} - \text{Despesas com Juros} - \text{Dividendos}}{\text{Ativo Total}} \quad (6)$$

Dessa forma, em resposta à Hipótese 2, espera-se uma relação positiva entre a política de dividendos mensurada pelo índice *payout* (DIV) e o fluxo de caixa livre, mensurado pela variável FCF , tendo em vista que o pagamento de dividendos restringe os fluxos de caixas livres, passíveis de serem desperdiçados pelos gestores, em virtude dos conflitos de agência.

3.2.2. Mensuração do Efeito Sinalização

Como apontado pela literatura, a Teoria da Sinalização estabelece que os dividendos são usados para sinalizar ao mercado expectativas de rentabilidade futura (Healy & Palepu, 1988; Kao & Wu, 1994; Brook; Charlton & Hendershott, 1998; Nissim & Ziv, 2001). Buscando suporte ao preconizado por esta teoria, é analisada a relação entre a política de dividendos (DIV) e a expectativa de lucros das empresas, medida por intermédio da metodologia de Benartzi, Michaely e Thaler (1997). Assim, para mensurar a variação dos lucros, considerando o ano calendário atual (ano 0) e os dois subsequentes anos (ano 1 e ano 2) para cada firma é empregada a Equação 7, em que, LF_{it} é a expectativa de rentabilidade futura para a empresa i no ano t ; L_{it} é o lucro líquido no ano t ; L_{it-1} é o lucro líquido no ano $t - 1$; e VM_{it} é o valor de mercado do Patrimônio Líquido do primeiro dia de negociação no ano t .

$$LF_{it} = \frac{(L_{it} - L_{it-1})}{VM_{it}} \quad (7)$$

Dessa forma, em resposta à Hipótese 3, espera-se uma relação positiva entre a política de dividendos mensurada pelo índice *payout* e a expectativa de lucratividade futura medida pelo LF_{it} , tendo em vista que o pagamento de dividendos sinaliza mudanças nas expectativas de resultados futuros das empresas.

3.2.3. Variáveis de Controle

Como *proxy* do Tamanho da empresa foi utilizado o logaritmo natural dos ativos totais (AT_{it}) da companhia i do período t , o qual se espera que tenha uma relação positiva com a distribuição de dividendos, mensurado de acordo com a Equação 8.

$$\ln AT_{it} = \ln (AT_{it}) \quad (8)$$

Para medir a Oportunidade de Crescimento foi utilizado como *proxy* o índice *market-to-book* (Equação 9). O *market-to-book* corresponde à razão entre o valor de mercado da empresa na data do último preço de fechamento do ano período t , sobre o valor contábil do seu Patrimônio Líquido no final do período t . Em que, para toda empresa i no período t , MTB_{it} corresponde ao *market-to-book*; $Valor\ de\ Mercado_{it}$ corresponde ao valor de mercado da empresa, mensurado pela capitalização da empresa; e $Patrimônio\ Líquido_{it}$ corresponde ao patrimônio líquido em valor contábil.

$$MTB_{it} = \frac{Valor\ de\ Mercado_{it}}{Patrimônio\ Líquido_{it}} \quad (9)$$

Para medir a Alavancagem Financeira foi calculado o percentual de endividamento total da firma, conforme Equação 10. Em que, END_{it} se refere ao endividamento da empresa i no ano t ; PC_{it} se refere ao passivo circulante da empresa i ano t ; PNC_{it} se refere ao passivo não circulante da empresa i ano t ; e AT_{it} se refere ao ativo total da empresa i no ano t .

$$END_{it} = \frac{PC_{it} + PNC_{it}}{AT_{it}} \quad (10)$$

Para mensurar o Risco, considerou-se a variação do lucro líquido, conforme Equação 11, em que, $Risc_{it}$ corresponde à medida de risco da empresa i no ano t ; LL_{it} corresponde ao Lucro Líquido no ano t ; $LL_{médio}$ corresponde ao Lucro Líquido médio no período; e AT_{it} é o ativo total no final do ano t .

$$RISC_{it} = \frac{\sqrt{\sum_{t=1}^n \frac{(LL_{it} - LL_{médio})^2}{n-1}}}{AT_{it}} \quad (11)$$

3.2.6. Modelos Empíricos para Reação do Mercado

Uma metodologia alternativa empregada nas pesquisas para avaliar as teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização se refere à métrica de Lang e Litzemberger (1989). Baseados na proposição de Jensen (1986) de que empresas com fluxos de caixa excedentes apresentam uma tendência em investir em excessos, a partir da existência de custos de agência dos fluxos de caixa livre, estes autores apontaram que os excessos de investimentos podem ser reduzidos pela limitação dos fluxos de caixa por meio do pagamento de dividendos, com um consequente aumento do valor de mercado da empresa. Assim, por meio da classificação das empresas, de acordo com o Q de Tobin estimado, eles puderam distinguir as empresas que realizam excessos de investimentos das demais.

Logo, a metodologia consiste que empresas que apresentem um Q de Tobin menor que um ($Q < 1$) indicam estarem fazendo investimentos em excessos, o que denota problemas de agência do fluxo de caixa livre, também chamado de *overinvestment*. Porém se o Q de Tobin for maior que um ($Q > 1$), significa dizer que ela está maximizando os seus recursos.

Em virtude dos achados de Lang e Litzemberger (1989) e buscando testá-los empiricamente no mercado brasileiro, empregou-se esta metodologia no presente trabalho, onde se dividiu a amostra de empresas de acordo com o Q de Tobin, calculado pela simplificação de Chung e Pruitt (1994), conforme Equação 12. Em que, VM_{it} corresponde ao valor de mercado da empresa i , medido por meio do produto do preço de fechamento de suas ações pelo número de ações negociadas no ano t ; PC_{it} é o valor do passivo circulante da empresa

i no período t ; PNC_{it} corresponde ao valor do passivo não circulante da empresa i no período t ; AT_{it} corresponde ao total do ativo da empresa i no período t .

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \frac{VM_{it} + PC_{it} + PNC_{it}}{AT_{it}} \quad (12)$$

Para analisar a relação existente entre os retornos anormais acumulados (CAR_{it}) e as teorias do Fluxo de Caixa Livre e Sinalização, empregaram-se duas regressões, em que a variável explicada consistiu no CAR e as variáveis explicativas foram X_{it} , representando a variável de interesse de cada teoria (FCF_{it} para a Teoria do Fluxo de Caixa Livre e LF_{it} para a Teoria da Sinalização), além das variáveis de controle e de uma variável *dummy* (D_{it}) para o Q de Tobin, que assume valor 1 (um) quando $Q < 1$ e valor 0 (zero) quando $Q \geq 1$, conforme Lang e Litzenberger (1989). Essa *dummy* é interagida com as demais, conforme Equação 13.

$$CAR_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 X_{it} + \beta_2 LnAt_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 RISC_{it} + \beta_6 D_{it} + \beta_7 (D_{it} \times X_{it}) + \beta_8 (D_{it} \times LnAt_{it}) + \beta_9 (D_{it} \times MTB_{it}) + \beta_{10} (D_{it} \times END_{it}) + \beta_{11} (D_{it} \times RISC_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (13)$$

Em que, para toda empresa i no período t , CAR_{it} corresponde aos retornos anormais acumulados; X_{it} é a variável de interesse, assumindo FCF_{it} para fluxo de caixa livre (no primeiro modelo) e LF_{it} para a expectativa de lucratividade futura (no segundo modelo); $LnAt_{it}$ é o logaritmo natural do ativo total; MTB_{it} é o índice *market-to-book*; END_{it} é o endividamento; $RISC_{it}$ é o risco; D_{it} é uma variável *dummy* indicativa de empresas com $Q \text{ de Tobin} \geq 1$; e ε_{it} é o termo de erro do modelo estimado.

4. RESULTADOS

A partir dos dados coletados e da metodologia de estudos de eventos empregada, os retornos anormais foram calculados para a janela [-5, +5]. A Tabela 1 apresenta a média dos retornos calculados para as 750 datas de anúncio do pagamento de dividendos. A partir da análise da tabela, constata-se a existência de Retornos Anormais Médios (AR) e Retornos Anormais Cumulativos (CARs) nos dois dias após o anúncio do pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio. O teste t de *Student* foi empregado para analisar a significância das diferenças de médias de AR e CARs encontrados. De acordo com essa técnica, valores acima ou abaixo de 1,83 indicam que a diferença de média é significativa ao nível de 5%. Foi verificado que os retornos anormais médios (AR) e os retornos anormais cumulativos (CAR) têm uma tendência crescente no período pós-evento, especificamente nos dois primeiros dias após o anúncio do pagamento de dividendos.

Pode-se verificar na análise do AR e dos CARs que os preços das ações são afetados pelo anúncio do pagamento de dividendos, o que significa dizer que os dividendos são relevantes para o mercado acionário brasileiro, importando na confirmação da hipótese de pesquisa H_1 , de que os dividendos afetam o preço das ações. Constata-se que os maiores retornos anormais ocorreram 1 dia após o evento ocorrer, com média de 0,268% e retornos anormais cumulativos de 0,256%. Estes achados vão de encontro a pesquisa de Novis Neto e Saito (2003) que demonstram que há persistência dos retornos anormais das ações de empresas brasileiras no período pós-evento. No entanto, não foram verificadas reações anormais significativas no período que antecede o anúncio do pagamento de dividendos, de -1 a -5 dias, o que sugere que não é possível perceber a existência de vazamento de informações sobre os dividendos nesse mercado.

Tabela 1

Retornos médios anormais e retornos médios anormais acumulados. 1997-2017.

Dia	AR	Teste t	CAR	Teste t
-----	----	---------	-----	---------

5	0,060%	1,02	0,043%	0,70
4	0,048%	0,80	0,030%	0,49
3	0,051%	0,86	0,040%	0,65
2	0,162%	2,73*	0,151%	2,44*
1	0,268%	4,50*	0,256%	4,15*
0	0,122%	2,05	0,122%	1,97
-1	0,079%	1,33	0,072%	1,18
-2	0,104%	1,74	0,105%	1,71
-3	0,061%	1,02	0,055%	0,89
-4	-0,039%	-0,66	-0,051%	-0,83
-5	-0,012%	-0,20	-0,012%	-0,19

Nota: Retornos anormais médios calculados para a janela [-5, +5]. A coluna "Dia" representa o dia relativo ao anúncio do pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio. * Rejeita H0 com nível de significância de 5%; ** Rejeita H0 com nível de significância de 10%. O CAR resultou no somatório dos retornos anormais do dia -5 ao dia +5, em torno de cada "Dia".

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Estes achados sugerem a confirmação da Teoria da Sinalização, baseando-se na perspectiva de que os dividendos sinalizam ao mercado informações sobre expectativas de lucratividade futura, maximizando o valor das empresas, sendo levado em consideração as pesquisas de Aharony e Swary (1980), Asquith e Mullins (1983) e Kaestner e Liu (1998) que evidenciaram a existência de resultados positivos associados ao retorno das ações em dias úteis próximos às datas de anúncios de mudanças nos dividendos.

4.1. Reação do Mercado, Fluxo de Caixa Livre e Sinalização.

Após os cálculos dos retornos anormais, foram analisados o Q de Tobin das empresas integrantes da amostra. Verificou-se que existem 36 empresas com $Q \geq 1$, e 17 empresas com $Q < 1$. Dessa forma, objetivando testar as teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização, a amostra foi dividida de acordo com esses dois grupos. Em seguida, estabeleceu-se um teste de diferenças de médias (t de *Student*) para verificar se essas médias são estatisticamente diferentes, conforme Tabela 2.

Tabela 2.

Análise da mensuração dos retornos anormais acumulados em torno da data do evento. 1997-2017.

Variáveis	Média	Erro Padrão	Desvio Padrão
$Q \geq 1$	9,88	1,44	5,94
$Q < 1$	9,00	1,22	5,05
Diferença	0,88	1,89	
Teste	0,46	Graus de liberdade	32

Fonte: Dados da pesquisa (2018).

Foi verificado que os retornos anormais médios são maiores para empresas com excessos de investimentos ($Q < 1$) ou para as maximizadoras ($Q \geq 1$) de recursos, em resposta ao anúncio de dividendos. Ao se analisar os CARs obtidos no estudo de eventos, nota-se que são maiores para empresas com $Q \geq 1$ do que para empresas com $Q < 1$, o que indica que os retornos anormais acumulados verificados em torno da data do anúncio de dividendos não são ocasionados pelos excessos de investimentos das empresas.

Logo foi possível verificar que as empresas analisadas maximizam o valor dos seus recursos por não desperdiçarem os fluxos de caixa em projetos ineficientes. Como o teste t de *Student* apresentou valor de 0,46, abaixo da estatística tabelada 1,96, dentro do intervalo de confiança, não é possível afirmar que a diferença de médias é estatisticamente significativa. Apesar da diferença de médias ser pequena, é possível afirmar que não pode ser confirmada as

proposições de Lang e Litzenberger (1989) para a amostra analisada, de que os retornos médios decorrentes do anúncio de dividendos são maiores para empresas com investimentos em excesso, como prevê a Teoria do Fluxo de Caixa Livre.

Assim, a fim de analisar com profundidade a relação existente entre a proposição da teoria do Fluxo de Caixa Livre e os retornos anormais em torno da data do anúncio de dividendos, empregou-se uma regressão em dados em painel. Para proporcionar a melhor escolha do método de estimação, dentre *pooled*, efeitos fixos ou aleatórios, empregou-se os testes de Breusch-Pagan, F de Chow e *Hausman*. De acordo com os testes, a melhor adequação se dá pelo método de efeitos aleatórios (p -valor de Hausman = 0,6111). Como os pressupostos foram testados, apontando a ausência de heterocedasticidade e autocorrelação, depreendendo-se que este método é útil à análise das relações entre as variáveis em questão.

A Tabela 3 apresenta os resultados das estimações do modelo proposto na Equação 13. De acordo com seus resultados, não foi possível rejeitar a hipótese de que os parâmetros do modelo eram iguais a zero (p -valor 70,45). Desse modo, não foi possível constatar a relação existente entre os *CARs* e a variável empregada para mensurar a Teoria do Fluxo de Caixa Livre sob o efeito da variável *dummy*. Este achado implica que não se pode afirmar que os retornos anormais estão relacionados às empresas destruidoras de valor, como apontado por Lang e Litzenberger (1989), para o mercado brasileiro.

Tabela 3.

Regressão entre os retornos anormais acumulados (*CARs*) e o Fluxo de Caixa Livre (*FCF*). 1997.2017.

Painel A					
Variável	Sinal	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística z	p-valor
<i>FCF</i>	+	198,7064	172,3117	1,15	0,249
<i>LnAT</i>	+	5,9015	16,4702	0,36	0,720
<i>MTB</i>	-	36,963	37,6996	0,98	0,327
<i>END</i>	-	82,5738	104,051	0,79	0,427
<i>RISC</i>	-	436,3135	208,6015	2,09**	0,036
<i>D</i>	+	611,29	586,4538	1,04	0,297
<i>FCF</i> × <i>D</i>	+	-119,0468	559,5569	-0,21	0,832
<i>LnAt</i> × <i>D</i>	+	-19,7999	25,4511	-0,78	0,437
<i>MTB</i> × <i>D</i>	-	-49,3839	46,6002	-1,06	0,289
<i>END</i> × <i>D</i>	-	-82,53526	241,1575	-0,34	0,732
<i>RISC</i> × <i>D</i>	-	-803,5936	435,5522	-1,84*	0,065
Constante		-4,5395	364,4929	-0,01	0,990

Painel B			
R ² (whithin)	0,0366	Teste Wald (Estatística)	8,1000
R ² (between)	0,0236	Teste Wald (p-valor)	0,7045
R ² (overall)	0,0301	Teste Breusch-Pagan-Godfrey (Estatística)	0,0100
Jarque-Bera (p-valor)	0,0000	Teste de Breusch-Pagan-Godfrey (p-valor)	0,9787
Teste de Wooldridge (Estatística)	0,4160	Nº de observações	259
Teste de Wooldridge (p-valor)	0,5235		

Notas: Regressão estimada com dados em painel e efeitos aleatórios. CAR_{it} são os retornos anormais acumulados da empresa i no período t , variável dependente; FCF_{it} é o fluxo de caixa livre da empresa i no ano t ; $LnAt_{it}$ é o logaritmo natural do ativo total; MTB_{it} é o *market-to-book*; END_{it} é o endividamento; $RISC_{it}$ é o risco; * é significante a 10% e ** a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Contudo, apenas a variável *RISC* apresentou significância estatística, supondo que nas empresas com $Q < 1$, há uma relação positiva, o que condiz com a literatura. Mas, para empresas com $Q \geq 1$, a relação foi negativa. Isso sugere que nessas empresas o retorno anormal é mais evidente em empresas com menor risco, e isso pode estar ligado ao pagamento dos

dividendos, que reduzem as incertezas dos investidores sobre o retorno de seu investimento (devido aos dividendos pagos).

Considerando os argumentos de Lang e Litzenberger (1989) de que a Teoria da Sinalização pode ser comprovada se investidores anteciparem o aumento dos dividendos (por meio dos retornos médios) nas empresas com $Q \text{ de Tobin} \geq 1$, empregou-se uma regressão em dados em painel, cuja variável explicada foi representada pelos retornos anormais acumulados ($CARs$) e a variável explicativa desse fenômeno foi a expectativa de lucratividade futura (LF). Por se tratar de uma regressão em dados em painel, para proporcionar a melhor escolha do método de estimação também foram realizados os testes de Breusch-Pagan, F de Chow e Hausman. De acordo com os testes, a melhor adequação se deu pelo método de estimação *pooled* (p -valor de Chow $< 0,05$). Por meio dos testes dos pressupostos, não foram apontados problemas de heterocedasticidade e autocorrelação.

A Tabela 4 apresenta os resultados dessa estimação, também com base na Equação 13. Encontrou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa entre os retornos anormais acumulados e a expectativa de lucratividade futura, medida pela variável LF . Este achado encontra suporte em Lang e Litzenberger (1989), cuja hipótese de sinalização pode ser comprovada se os investidores anteciparem as mudanças no pagamento de dividendos para empresas com $Q \text{ de Tobin} \geq 1$. Como visto na tabela, a relação entre $CARs$ e LF é mais forte entre essas empresas. Isso condiz com a literatura, pois empresas maximizadoras de resultados têm maior previsibilidade de lucros.

Tabela 4.

Regressão entre os retornos anormais acumulados ($CARs$) e a expectativa rentabilidade futura (LF). 1997-2017.

Painel A					
Variável	Sinal	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	p-valor
LF	+	36,2692	18,5620	1,95*	0,052
$LnAT$	+	0,3616	0,2897	1,25	0,213
MTB	-	-1,1426	0,5745	-1,99**	0,048
END	-	-0,0796	3,7324	-0,21	0,831
$RISC$	-	-6,3888	15,9076	-0,40	0,688
D	+	9,2358	8,8372	1,05	0,297
$LF \times D$	+	48,2006	19,5317	2,47**	0,014
$LnAt \times D$	+	-0,4115	0,3697	-1,11	0,267
$MTB \times D$	-	0,0021	0,8640	0,00	0,998
$END \times D$	-	0,2592	3,9733	0,07	0,948
$RISC \times D$	-	4,4240	16,2229	0,27	0,785
Constante		-6,9618	7,2741	-0,96	0,340
Painel B					
R2		0,1018	Teste F (Estatística)		2,29
R2(ajustado)		0,0573	Teste F (p-valor)		0,0115
Jarque-Bera (p-valor)		0,0000	Teste de White (Estatística)		23,4800
Teste de Wooldridge (Estatística)		0,0640	Teste de White (p-valor)		0,9872
Teste de Wooldridge (p-valor)		0,8024	Nº de observações		234

Notas: Regressão estimada com dados em painel em *pooled*. CAR_{it} são os retornos anormais acumulados da empresa i no período t , variável dependente; LF é a expectativa de lucratividade futura da empresa; $LnAt_{it}$ é o logaritmo natural do ativo total; MTB_{it} é o *market-to-book*; END_{it} é o endividamento; $RISC_{it}$ é o risco; e ** é significante a 5%.

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho investigou a reação dos retornos das ações ao anúncio do pagamento de proventos, considerados nesse conjunto dividendos e juros sobre o capital próprio. Por meio de

um estudo de eventos se constatou a existência de retornos anormais acumulados nos 2 (dois) dias após o anúncio do pagamento de dividendos, com *CARs* correspondentes a 0,256% no 1º (primeiro) dia e 0,151% no 2º (segundo) dia, demonstrando que há relevância da política de dividendos no mercado acionário brasileiro. Este achado corrobora com as investigações sobre o *dividend puzzle*, que ao longo de décadas se perdura nas finanças corporativas. A existência de uma reação imediata no preço das ações de empresas brasileiras revela a eficiência do mercado em refletir o efeito dos dividendos no valor das companhias, demonstrando a importância deste ao mercado como um todo.

Buscando analisar as fricções de mercado relacionadas à política de dividendos das empresas analisadas, foi testado o poder explicativo das Teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização. Para isso foram analisados os retornos anormais acumulados em torno da data do anúncio do pagamento de dividendos, baseando-se na pesquisa empírica de Lang e Litzenberger (1989) que empregou o *Q* de Tobin como métrica para dividir a amostra em empresas com investimentos em excesso, ensejando em custos de agência do fluxo de caixa livre e empresas maximizadoras de valor.

Na análise da relação entre os retornos anormais acumulados (*CARs*) e as teorias do Fluxo de Caixa Livre e da Sinalização não foi possível comprovar as afirmações de Lang e Litzenberger (1989) de que os retornos médios em resposta ao anúncio do pagamento de dividendos são maiores nas empresas com excessos de investimentos e que os investidores antecipam o aumento de dividendos para firmas maximizadoras de valor no mercado acionário brasileiro. Porém, foram encontradas evidências de que a política de dividendos é relevante ao mercado acionário brasileiro, diante dos retornos anormais médios encontrados.

Destaca-se que a presente pesquisa contribui para o campo científico ao fomentar a relevância da política de dividendos ao se evidenciar a presença de retornos anormais em torno da data do anúncio do pagamento de proventos no mercado brasileiro, levantando-se o questionamento sobre o que está relacionado a este acontecimento. No tocante ao mercado de capitais, a presente pesquisa pode auxiliar a tomada de decisões dos gestores ao evidenciar a relevância dos dividendos para os investidores ao serem encontrados retornos anormais em torno da data do anúncio do pagamento de dividendos, sinalizando boas notícias ao mercado.

Por fim, as constatações deste trabalho geraram outros questionamentos, sugerindo-se para futuras pesquisas: (i) incluir outros tipos de proventos na análise, como bonificações; (ii) expandir a amostra para outros países, buscando comparar a existência de retornos anormais entre os países; e (iii) a análise de outras teorias na explicação para a política de dividendos, como efeito clientela, impostos etc.

REFERÊNCIAS

- Agrawal, A., & Jayaraman, N. (1994) The Dividend Policies Of All-Equity Firms: A Direct Test Of The Free Cash Flow Theory. **Managerial And Decision Economics**, 15, 139–148.
- Aharony, J., & Swary, I. (1980) Quarterly Dividend And Earnings Announcements And Stockholders' Return: An Empirical Analysis. **Journal Of Finance**, 35 (1), 1–12.
- Asquith, P., & Mullins, Jr., D. W. (1983) The Impact Of Initiating Dividend Payments On Shareholders' Wealth. **The Journal Of Business**, 56 (1), 77.
- Baker, H. K.; Powell, G. E., & Veit, E. T. (2002) Revisiting The Dividend Puzzle. Do All Of The Pieces Now Fit? **Review Of Financial Economics**, 11 (4), 241–261.
- Benninga, S. (2014) Financial Modeling. The Mit Press, 4.

- Benartzi, S.; Michaely, R., & Thaler, R. (1997) Do Changes In Dividends Signal The Future Or The Past? **Journal Of Finance**, 52, 1007-1034.
- Bhattacharya, S. (1979) Imperfect Information, Dividend Policy, And “The Bird In The Hand” Fallacy. **The Bell Journal Of Economics**, 10 (1), 259–270.
- Black, F. (1976) The Dividend Puzzle. **The Journal Of Portfolio Management**, 2, 5–8.
- 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), 1–22.
- Brook, Y.; Charlton Jr., W. T., & Hendershott, R. J. (1998) Do Firms Use Dividends To Signal Large Future Cash Flow Increases? **Financial Management**, 27 (3), 46–57.
- Brown, S. J. & Warner, J. B. (1980) Measuring Security Price Performance. **Journal Of Financial Economics**, 8, 205–258.
- _____. (1985) Using Daily Stocks Returns: The Case Of Event Studies. **Journal Of Financial Economics**, 14 (4), 03-31.
- Campbell, J. Y; Lo, A. W., & Mackinlay, A. C. (1997) The Econometrics Of Financial Markets. In: **The Econometrics Of Financial Markets**, 149–180.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. A. (1994) Simple Approximation Of Tobin's Q. **Financial Management.**, 23 (3), 70-74.
- Deangelo, H.; Deangelo, L. & Skinner, D.S. (1996) Reversal Of Fortune: Dividend Signaling And The Disappearance Of Sustained Earnings Growth. **Journal Of Financial Economics**. 40, 341-371.
- Easterbrook, F. H. (1984) Two Agency-Cost Explanations Of Dividends. **American Economic Review**, 74 (4), 650.
- Fairchild, R. (2010) Dividend Policy, Signalling And Free Cash Flow: An Integrated Approach. **Managerial Finance**, 36 (5), 394–413.
- Gordon, M. J. (1959) Dividends , Earnings , And Stock Prices. **The Review Of Financial Studies**, 41(2), 99–105.
- Gordon, M. J. (1962). The Savings Investment And Valuation Of A Corporation. **The Review Of Economics And Statistics**, 44 (1), 37–51.
- _____. (1963) Optimal Investment And Financing Policy. **Journal Of Finance**, 18, 264–272.
- Healy, P. M.; Palepu, K. G. (1988) Earnings Information Conveyed By Dividend Initiations And Omissions. **Journal Of Financial Economics**, 21(2), 149–175.
- Jensen, M. C. (1986) Agency Costs Of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. **The American Economic Review**, 76 (2), 323–329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976) Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs And Ownership Structure. **Journal Of Financial Economics**, 3 (4), 305–360.

- John, K., & Williams, J. (1985) Dividends, Dilution, And Taxes: A Signalling Equilibrium. **The Journal Of Finance**, 40 (4), 1053–1070.
- Kaestner, R., & Liu, F. (1998) New Evidence On The Information Content Of Dividend Announcements. **The Quarterly Review Of Economics And Finance**, 38 (2,) 251–274.
- Kao, C., & Wu, C. (1994) Tests Of Dividend Signaling Using The Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach. **The Journal Of Business**, 67 (1), 45.
- Lang, L. H. P., & Litzenberger, R. H. (1989) Dividend Announcements: Cash Flow Signaling Vs. Free Cash Flow Hypothesis?*. **Journal Of Financial Economics**, 24, 181–191.
- Lintner, J. (1956) Distribution Of Incomes Of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, And Taxes. **The American Economic Review**, 46 (2), 97–113.
- _____. (1962) Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices And The Supply Of Capital To Corporations. **The Review Of Economics And Statistics**, 44 (3), 243–269.
- Martins, A. I.; Famá, R. (2012) O que revelam os Estudos Realizados No Brasil Sobre Política De Dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, 52 (1), 24–39.
- Miller, M. H. (1986) Behavioral Rationality in Finance : The Case of Dividends *. **The Journal of Business**, 59 (4), 451–468.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961) Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **The Journal of Business**, 34 (4), 411–433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985) Dividend Policy under Asymmetric Information. **The Journal of Finance**, 40 (4), 1031–1051.
- Miller, M. H., & Scholes, M. S. (1978) Dividends and Taxes* Merton. **Journal of Financial Economics**, 6, 333–364.
- _____. (1982) Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. **The Journal of Political Economy**, 90 (6), 1118–1141.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001) Dividend Changes and Future Profitability. **The Journal of Finance**, 56, (6), 2111–2133.
- Novis Neto, J. A., & Saito, R. (2003) Pagamentos de Dividendos e Persistência de Retornos Anormais das Ações: Evidência do Mercado Brasileiro. **Revista de Administração da USP**, 38 (2), 135–143.
- Ross, S. A. (1977) The Determination Of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. **Bell Journal of Economics**, 8 (1), 23–40.
- Rostagno, L.; Soares, R. O., & Soares, K. T. C. (2006) Estratégias de Valor e de Crescimento em Ações na Bovespa: Uma Análise de Sete Indicadores Relacionados ao Risco. **Revista Contabilidade e Finanças**, 17 (4), 7-21.
- Spence, M. (1974) Competitive and Optimal Responses to Signals: An Analysis of Efficiency and Distribution. **Journal of Economic Theory**, 7(3), 296–332.

Starks, L.T, & Yoon, P. S. (1995) Signaling , Investment Opportunities and Dividend Announcements. **The Review of Financial Studies**, 8 (4), 995–1018.