



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 13, n. 3, p. 162-182, jul./set., 2017

doi:10.4270/ruc.2017323
Disponível em www.furb.br/universocontabil



A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS COMO FERRAMENTA SINALIZADORA DE DESEMPENHO FUTURO NAS COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA¹

THE DIVIDEND DISTRIBUTION AS A FUTURE PERFORMANCE INDICATOR IN COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA

LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS COMO HERRAMIENTA INDICADORA DE RENDIMIENTO FUTURO EN LAS EMPRESAS COTIZADAS BM&FBOVESPA

Gleycianne Brígido Rabelo

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Coordenadora de Planejamento, Controladoria e RI da Empreendimentos Pague Menos S.A.
Endereço: Rua da Asa, nº 443 – Bairro Aerolândia
CEP: 60.851-445 – Fortaleza – Ceará – Brasil
E-mail: gbrabelo@hotmail.com
Telefone: +55 (85) 99974-1719

Vera Maria Rodrigues Ponte

Doutora em Contabilidade pela Universidade de São Paulo
Professora do Departamento de Contabilidade da Universidade Federal do Ceará
Endereço: Avenida Rui Barbosa, nº 255 – Apto 1700 – Torre Vinícius de Moraes – Bairro Meireles
CEP: 60.115-220 – Fortaleza – Ceará – Brasil
E-mail: vponte@fortalnet.com.br
Telefone: +55 (85) 99104-9101

Dante Baiardo Cavalcante Viana Júnior

Mestrando em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Endereço: Avenida da Universidade, nº 2431 – Bairro Benfica
CEP: 60.020-180 – Fortaleza – Ceará – Brasil
E-mail: dantebcviana@gmail.com
Telefone: +55 (85) 98968-9534

Sylvia Rejane Magalhães Domingos

Mestre em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Doutoranda em Administração e Controladoria pela Universidade Federal do Ceará
Endereço: Rua Padre Sá Leitão, nº 337 – Bairro Jóquei Clube
CEP: 60.521-032 – Fortaleza – Ceará – Brasil
E-mail: sylvia_rejane@hotmail.com
Telefone: +55 (85) 99676-5515

¹Artigo recebido em 25.01.2017. Revisado por pares em 14.05.2017. Reformulado em 09.06.2017. Recomendado para publicação em 18.07.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.09.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

RESUMO

A decisão entre quanto reter e quanto distribuir aos acionistas faz parte da política de financiamento e investimento da empresa, também conhecida como política de dividendos. O presente estudo foi desenvolvido na perspectiva de atender ao objetivo geral de investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa, sob a ótica da Teoria da Sinalização. A população do estudo reúne as companhias que se apresentavam listadas na BM&FBovespa entre os períodos de 2003 e 2014. Trata-se de pesquisa documental, devido ao procedimento adotado para a coleta de dados secundários, extraídos da base Economatica® e do website da BM&FBovespa. Para realização do estudo, foram coletados dados financeiros anuais das 98 empresas da amostra. Foi utilizada a análise de dados em painel, por meio da metodologia Pooled, para estimação dos coeficientes, sendo considerada a distribuição de dividendos, ou seja, os dividendos declarados como variável explicativa, e o desempenho futuro, representado pelo Lucro Líquido e pelo EBITDA, como variáveis dependentes. De acordo com os resultados encontrou-se que ao longo dos doze anos analisados 83,67% das empresas da amostra realizaram algum tipo de distribuição de dividendos bem como registraram-se variações anuais positivas em sete desses exercícios, sendo o setor Utilidade Pública o que se encontra na faixa de maior distribuição. Para as duas variáveis, Lucro Líquido e EBITDA, escolhidas como proxy de desempenho futuro, ambas não apresentam indícios de presença de conteúdo informacional na política de dividendos, rejeitando a hipótese sobre a sinalização.

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

ABSTRACT

The decision on how much to retain and how much to distribute to the shareholders is part of the company's financing and investment policy, also known as dividend policy. The present study was developed with a view to meeting the general objective of investigating the relationship between distributed dividends and future performance in companies listed on the BM&FBovespa, under the viewpoint of the Signaling Theory. The study population includes the companies listed on BM&FBovespa between 2003 and 2014. This is a documentary research, due to the procedure adopted for the collection of secondary data, extracted from the Economatica® database and the BM&FBovespa website. In order to carry out the study, annual financial data of the 98 companies of the sample were collected. The panel data analysis was used according to the Pooled methodology, to estimate the coefficients, considering the distribution of dividends, and the dividends declared as explanatory variable, and future performance, represented by Net Income and EBITDA, as dependent variables. According to the results, it was found that over the twelve analyzed years, 83.67% of the companies in the sample performed some kind of dividend distribution, as well as seven of the twelve years analyzed, showed a positive annual variation considering the Public Utility sector in the range of greater distribution of dividends. For the two variables, Net Income and EBITDA, chosen as proxy for future performance, both do not present evidence of the presence of informational content in the dividend policy, rejecting the signaling hypothesis.

Keywords: Signaling Theory. Dividend policy. Performance.

RESUMEN

La decisión de cuánto retener y distribuir a los accionistas como parte de la política de financiación e inversión de la empresa, es también conocida como política de dividendos. Este

estudio fue desarrollado con el fin de cumplir con el objetivo general de investigar la relación entre los dividendos distribuidos y el desempeño futuro de las empresas listadas en la BM&FBovespa, desde la perspectiva de la Teoría de la Señalización. La población de estudio comprende las empresas listadas en la BM&FBovespa entre los periodos de 2003 y 2014. Se trata de una investigación documental, debido al procedimiento utilizado para la recolección de datos secundarios, extraídos de la base Economática® y del sitio web de la BM&FBovespa. Para realizar el estudio se recogieron datos financieros anuales de una muestra de 98 empresas. Fue utilizada la metodología de análisis de datos de panel del tipo Pooled, para la estimación de los coeficientes, siendo considerada la distribución de dividendos, es decir, los dividendos declarados como variable explicativa; y el rendimiento futuro, representado por la utilidad neta y el EBITDA, como variables dependientes. De acuerdo con los resultados se encontró que a lo largo de los doce años analizados, el 83,67% de las empresas de la muestra realizó algún tipo de distribución de dividendos, así como siete de los doce ejercicios analizados presentaron variaciones anuales positivas, siendo el sector Utilidad Pública encontrado en la franja de mayor distribución de dividendos. Ninguna de las dos variables, lucro neto y EBITDA elegidas como proxy de desempeño futuro, presenta indicios de presencia de contenido informacional en la política de dividendos, rechazándose la hipótesis sobre la señalización.

Palabras clave: Teoría de la Señalización. Política de dividendos. Desempeño.

1 INTRODUÇÃO

Ao longo do tempo, os dividendos vêm sendo usados como variável explicativa de diversas pesquisas (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; FIORATI, 2007; GRULLON et al., 2003; LA PORTA et al., 2000; NISSIM e ZIV, 2001; RAMOS et al., 2014; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010). A decisão sobre quanto reter e quanto distribuir aos acionistas faz parte da política de financiamento e investimento da empresa. De forma mais ampla, a política de dividendos é considerada uma decisão de âmbito corporativo e financeiro, podendo gerar impactos internos e externos à companhia. Entende-se como impacto interno a implementação de ações voltadas para o próprio crescimento e desenvolvimento, através do lucro retido. E o impacto externo se dá no relacionamento da empresa com seus acionistas, procurando atendê-los nas mais variadas expectativas.

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

A Teoria da Sinalização tornou-se evidente a partir do estudo de Spence (1973), que abordou a sinalização como elemento de redução de assimetria informacional e, conseqüentemente, de diferenciação em mercados com fluxos imperfeitos de informação. Concomitantemente, Watts (1973) trabalhava a questão do conteúdo informacional, vertente esta, trabalhada nessa pesquisa. Um dos primeiros pesquisadores a desenvolver estudo nessa linha de raciocínio, abordando a temática dos dividendos, foi Watts (1973) que, através da obra *The information content of dividends* testou se os dividendos têm potencial para transmitir informações.

O valor dos dividendos pode ser considerado estratégico, a partir do momento em que for possível incrementá-lo como uma maneira de transmitir sinais positivos para o mercado. As informações relacionadas ao pagamento de dividendos podem fazer o mercado supor que a empresa detém boa saúde financeira, por dispor de caixa excedente para arcar com os dividendos, após suportar plenamente as suas operações e investimentos. Weston e Copeland (1992) explicam que o acréscimo nos dividendos pode ser interpretado pelo investidor como

uma boa notícia, ao indicar que a firma gerará fluxo de caixa suficiente para suportar o alto nível dos dividendos declarados. De acordo com Santos (2008), quando aumenta a distribuição de dividendos, o mercado tende a reagir positivamente, pois a confiança no futuro da entidade caminha na mesma direção; por outro lado, um corte é recebido como uma má notícia acerca das perspectivas futuras. Conseqüentemente, a decisão de adotar uma política de distribuição de dividendos crescentes significa uma diferenciação no mercado, ou seja, uma característica vista como positiva.

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

Bhattacharya (1979) partiu do pressuposto de que se o gestor tem mais acesso à informação, o investidor enxerga na mudança da política de dividendos um sinal ao mercado. Portanto, um aumento de dividendos pode significar, por exemplo, que a empresa vai bem financeiramente. Miller e Rock (1985) descobriram que as decisões sobre dividendos poderiam revelar ao mercado informações relacionadas aos lucros atuais. John e Williams (1985) concluíram pela existência de um “equilíbrio de sinalização”, com a separação entre as firmas “melhores” e as “piores”, através da distribuição de dividendos. Nesse cenário, as empresas com perspectivas de lucros maiores, possuindo informações não percebidas pelo mercado, pagam maiores dividendos como mecanismo de sinalização. Posteriormente, Nissim e Ziv (2001) demonstraram a existência de relação positiva entre o nível de dividendos distribuídos e o nível de lucratividade nos anos posteriores.

No cenário brasileiro, foram encontradas poucas pesquisas com enfoque sobre os dividendos e sua previsibilidade sobre a lucratividade futura. Fiorati (2007) concluiu não ser possível afirmar que o aumento ou diminuição da distribuição de dividendos tenha correlação direta, ou linear, com a variação de lucratividade nos períodos subsequentes para as empresas listadas na BM&FBovespa, para o período analisado entre 1999 e 2004. Decourt et al. (2007) ao analisarem empresas listadas na BM&FBovespa no período de 1997 a 2005 verificaram que aumento no *payout* (relação entre dividendos pagos e lucro líquido) não sinalizam lucros futuros, entretanto reduções no *payout* sinalizam lucros futuros maiores. Foi utilizado o teste Qui-quadrado para verificar se as diferenças nos lucros possuíam correspondência com as variações nos *payouts* realizados. Xavier Filho, Chagas e Santos (2010), ao investigarem o relacionamento da variação do *payout* passado e presente com a variação futura do Lucro Líquido, rentabilidade do Ativo, liquidez seca e receita bruta, tendo como objeto uma empresa nacional petrolífera, encontraram uma correlação forte e positiva entre a variação do Lucro Líquido passado e presente e o *payout* futuro. Estudando as empresas integrantes do Índice de Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa, Fonteles et al. (2012) averiguaram os possíveis fatores condicionantes das políticas de dividendos, e observaram que, no que tange ao pagamento de dividendos, o comportamento entre o que foi planejado e o efetivamente executado apresentou variações positivas, ou seja, que as empresas analisadas planejaram dividendos maiores do que o legalmente exigido, enviando, assim, sinais ao mercado, através de um pagamento de dividendos mais elevado do que os das demais empresas. Ramos et al. (2014), por meio da regressão linear simples univariada, considerando quatro variáveis como *proxies* para desempenho futuro e a remuneração dos sócios como variável independente, concluiu que três das quatro variáveis escolhidas (Lucro Líquido, Retorno sobre Investimento, Receita Bruta, Retorno sobre Capital Próprio) como *proxies* para desempenho futuro apresentaram indícios da

presença de conteúdo informacional na política de dividendos da Cia Hering S/A do período de 2007 a 2012.

Logo, a análise conjunta dos estudos apresentados evidencia aceitação (XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010; FONTELES et al., 2012; RAMOS et al., 2014) e rejeição (FIORATI, 2007; DECOURT et al., 2007) da hipótese de sinalização dos dividendos, portanto, verifica-se diversidade de achados e a falta de consenso entre os pesquisadores. Ademais, destaca-se a importância do tema para a compreensão do comportamento dos dividendos como ferramenta sinalizadora em diferentes mercados e períodos.

Considerando-se a contextualização apresentada anteriormente, e no intuito de ampliar o conhecimento acerca de política de dividendos especificamente no cenário brasileiro, procura-se, com o presente estudo, à luz da Teoria da Sinalização, obter informações teórico-empíricas sobre o tema, na busca de respostas para o seguinte questionamento: Qual a relação entre a distribuição de dividendos e o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa? Portanto, visando responder à questão proposta, o presente estudo se desenvolve na perspectiva de atender ao objetivo geral de investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa.

A escolha do tema política de dividendos como objeto de estudo também pode ser compreendida pela afirmação de que a distribuição de dividendos traz consigo um importante conteúdo informacional, já que os potenciais investidores podem diferenciar, entre duas empresas com lucros elevados, aquela que tem lucros mais sólidos ou anormais, por meio da simples análise de suas políticas de dividendos (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2008; NACEUR; GOAIED; BELANES, 2006). Além disso, ao abordar de maneira empírica o efeito da sinalização através do modelo de Nissim e Ziv (2001), pretende-se que os resultados encontrados deem uma nova luz nos resultados tão controversos até então sobre a informatividade das mudanças de dividendos nas lucratividades futuras das companhias.

A pesquisa foi estruturada em seis seções, incluindo esta introdução. A segunda traz o referencial teórico, abordando de forma preliminar as questões envolvendo a política de dividendos, e, na sequência, analisando a teoria escolhida para fundamentar a distribuição de dividendos. A terceira seção trata do enquadramento metodológico e dos procedimentos para a coleta e análise dos dados. Na quarta seção, são apresentados os resultados da pesquisa, seguindo-se uma seção com as considerações finais.

2 TEORIA DA SINALIZAÇÃO E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A Teoria da Sinalização pode ser abordada sob duas óticas: a de que há informação assimétrica presente no mercado e a própria presença do conteúdo informacional implícita no objeto de estudo. Primeiramente, faz-se a abordagem da citada teoria para em seguida correlacioná-la com a política de dividendos.

A Teoria da Sinalização (SPENCE, 1973) foi inicialmente desenvolvida para explicar os problemas no mercado de trabalho decorrentes da assimetria de informação, modelando educação enquanto ferramenta de sinalização para o mercado de trabalho. Desde então, tem sido aplicada em diversos campos de estudo, como, por exemplo, *marketing* (KIRMANI; RAO, 2000), comércio internacional (SHY, 2000); direito (FARBER, 2002), antropologia (BIRD; SMITH, 2005), governança corporativa (DALMÁCIO, 2009), abertura de capital (CERTO, 2003) e risco (GRULLON; MICHAELY; SWAMINATHAN, 2002), sendo mais amplamente abordada nas finanças, quanto ao nível de dívida das empresas (HARRIS; RAVIV, 1991; MYERS; MAJLUF, 1984; ROSS, 1977), e, ainda, em relação às políticas de dividendos das companhias (BENARTZI; MICHAELY; THALER, 1997; BHATTACHARYA, 1979; FIORATI, 2007; FONTELES et al., 2012; FULLER; BLAU, 2010; GRULLON et al., 2003; LA PORTA et al., 2000; NISSIM; ZIV, 2001; RAMOS et al., 2014).

A segunda vertente sobre a Teoria da Sinalização seria a do conteúdo informacional

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

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

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

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

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

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

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

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

das perspectivas futuras.

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

Nesse sentido, e de acordo com a Teoria da Sinalização, a distribuição de dividendos pode representar um sinal positivo da empresa, podendo alterar a sua imagem perante o mercado, conseqüentemente, modificando a crença dos (futuros) investidores. Portanto, os dividendos não seriam apenas meras remunerações, mas, sim, uma ferramenta de informação ao mercado. Dada a importância da problemática que questiona as razões que levam as firmas a pagar dividendos, em particular no campo das finanças corporativas, esse assunto é revisitado nesta pesquisa. Tem-se, então, a hipótese a ser testada é que:

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

Para testar a hipótese da Teoria da Sinalização dos dividendos proposta neste estudo, ou seja, de que as alterações de dividendos contenham informações sobre mudanças nas perspectivas de ganhos futuros foram delineados os procedimentos metodológicos a seguir.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

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

Quanto a sua classificação, o estudo tem característica positivista, pois, segundo Martins e Theóphilo (2007), o positivismo tem suas raízes no empirismo, e tem por característica a busca da explicação dos fenômenos a partir da identificação de suas relações. Devido às características inerentes à pesquisa de tradição positivista, o presente estudo adotou a abordagem metodológica empírico-analítica, no sentido de buscar explicação para a lucratividade futura das empresas, através da variável explicativa dividendos. Quanto ao objetivo, a pesquisa é classificada como descritiva. Segundo Collis e Hussey (2005), esse tipo de pesquisa descreve o comportamento dos fenômenos, e é usada para identificar e obter informações sobre as características de problemas específicos. Quanto à natureza, o estudo se classifica como quantitativo, haja vista que os dados coletados foram submetidos a testes estatísticos para avaliação das hipóteses da pesquisa quanto a sua aceitação (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

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

No dia 29 de janeiro de 2015 a população do estudo reuniu 784 companhias que se apresentavam listadas na BM&FBovespa, em algum momento, entre os períodos de 2002 a 2014. Algumas exclusões foram efetuadas na base de dados a fim de tornar a amostra mais consistente, conforme demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 – Construção da amostra da pesquisa

Especificação	Quantidade
Empresas presentes na base Economática®	784
(-) Empresas com dados indisponíveis ou registros cancelados	(374)
(-) Instituições financeiras e seguradoras	(105)
(-) Empresas constituídas em 2013 e 2014	(1)
(-) Empresas que não possuíam dados para as variáveis dependentes	(179)
(-) Empresas com Patrimônio Líquido negativo	(27)
Amostra	98

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na organização dos dados da pesquisa foi empregado o método em painel de dados, não comumente utilizado, o qual pode apresentar novas evidências para o assunto. A utilização de painel de dados tem algumas vantagens sobre as análises convencionais de *cross-section* e *times-series* utilizadas separadamente. Por unir essas duas características, a utilização de dados de painel proporciona alguns benefícios, destacando-se a heterogeneidade dos indivíduos, o maior nível de informação acerca das variáveis explicativas, a menor colinearidade (podendo evitar a multicolinearidade) e maior grau de liberdade para o modelo.

Foi utilizado o modelo de Mínimos Quadrados Ordinários Agrupados (MQO *pooled*). A estimação por MQO agrupado permite identificar a presença de multicolinearidade nas variáveis propostas. Considerando-se o que foi mencionado na introdução e a escassez de obras sobre essa abordagem na literatura brasileira, a presente pesquisa tentará explicar o comportamento do desempenho futuro através das variáveis EBITDA e Lucro Líquido.

A variável explicativa a ser utilizada nos modelos desta pesquisa é a variação dos dividendos declarados. Foram utilizadas também algumas variáveis para controlar os efeitos inerentes a idade, setor de atividade, tamanho e presença de acionista controlador. As variáveis utilizadas nos modelos desta pesquisa são discriminadas no Quadro 1.

Quadro 1 – Variáveis da pesquisa

TIPO	VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FUNDAMENTAÇÃO
Explicativa	Dividendos (DIV)	Volume de dividendos + juros sobre capital próprio distribuídos/declarados pelas empresas	Benartzi, Michaely e Thaler (1997) Grullon <i>et al.</i> (2003) Nissim e Ziv (2001) Watts (1973)
Dependente	Lucro Líquido (LL)	-	Benartzi, Michaely e Thaler (1997) Grullon <i>et al.</i> (2003) Nissim e Ziv (2001) Watts (1973)
	EBITDA	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização	Fiorati (2007)
Controle	Idade da empresa (IDADE)	Número de meses desde a fundação	DeAngelo e DeAngelo (2006) Denis e Osobov (2008) Grullon, Michaely e Swaminathan (2002)
	Tamanho da empresa	Logarítimo natural do valor total do Ativo	Al Shabibi e Ramesh (2011) Adjaoud e Ben-Amar (2010) Denis e Osobov (2008) Fama e French (2002) Fonteles <i>et al.</i> (2012)
	<i>Dummy</i> - Acionista controlador (D-CONT)	1 caso o maior acionista da empresa seja detentor de 50% ou mais das ações com direito a voto e 0, caso contrário	Dalmácio e Corrar (2007) Short, Zhang e Keasey (2002)
	<i>Dummy</i> – Acionista estatal (D-EST)	1 caso a empresa tenha participação do estado no	Short, Zhang e Keasey (2002)

TIPO	VARIÁVEL	OPERACIONALIZAÇÃO	FUNDAMENTAÇÃO
		seu capital e 0, caso contrário	

Fonte: Elaborado pelos autores.

Na base da Economatica® existe uma opção específica para extração da informação de dividendos pagos, embora não haja a possibilidade de obter o valor dos dividendos declarados. Para se obter esse dado, foi necessário consultar os formulários de referência e as informações anuais, empresa a empresa e ano a ano. Os dados foram coletados em valores brutos. Já a variável LL – que indica a lucratividade das companhias e também coletado na base da Economatica® – há uma opção específica para extração dessa variável, cujos dados são apresentados em valores brutos, sendo positivos quando há lucro e negativos quando há prejuízo. Para essa variável, foram considerados os valores dos resultados individuais das empresas. E por fim, para a variável EBITDA ou Lajida na base da Economatica® há uma opção específica para essa variável, já automaticamente calculada, e os dados são apresentados em valores brutos, sejam positivos ou negativos.

A ideia com o modelo apresentado a seguir é verificar se o aumento ou redução (sinal) da remuneração dos sócios (demonstrada pela distribuição de dividendos) feita no ano t, por exemplo, tem impacto no desempenho futuro, ou seja, no ano t+1 ou t+2, daí a entrada no modelo via variação. Recapitulando, tem-se que a hipótese desta pesquisa é que existe uma relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas companhias listadas na BM&FBovespa.

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

$$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_2 DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_2 DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \beta_5 IDADE + \beta_6 TAM + \beta_7 D-CONT + \beta_8 D-EST + \varepsilon_t \quad (2)$$

Em que:

$R\Delta DIV_0$ = Taxa de variação dos dividendos declarados no ano-evento em relação ao ano anterior (ano 0);

D_t = Variável de desempenho (lucro líquido ou EBITDA) do ano t em relação ao ano da declaração dos dividendos;

D_{t-1} = Variável de desempenho (lucro líquido ou EBITDA) do ano t imediatamente anterior ao da declaração dos dividendos;

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

DPC (DNC) = variável *dummy* que assume valor 1 para quando os dividendos aumentam (decrecem) do ano anterior para o ano-evento, e 0 nos demais casos;

$(D_0 - D_{-1})/B_{-1}$ = variável de controle adicional referente a variação do desempenho do ano anterior para o ano-evento dos dividendos declarados;

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

IDADE = Idade da empresa;

TAM = Tamanho da empresa;

D-CONT = *Dummy* presença de acionista controlador na empresa;

D-EST = *Dummy* presença de acionista controlador estatal na empresa; e

ε = Termo de erro

Acerca das variáveis acrescentadas no modelo 1 convém destacar que empresas mais maduras, com poucas oportunidades de investimento, são mais propensas ao pagamento de dividendos (DENIS; OSOBOV, 2008), por analogia, a relação com desempenho deve ser positiva. Adjaoud e Ben-Amar (2010) e Al Shabibi e Ramesh (2011) apontam que o tamanho da empresa pode influenciar positivamente a política de dividendos, já que as empresas maiores têm mais acesso ao mercado financeiro, assim, a relação com desempenho também deve ser positiva. Sob o arcabouço teórico da Teoria da Agência, os estudos de La Porta *et al.* (2000) e Lintner (1956) encontram que a presença de um acionista majoritário se apresenta negativamente relacionada com a política de dividendos, em sintonia com a hipótese de expropriação de riqueza de acionistas minoritários. Por semelhança, a relação com o desempenho futuro deve ser negativa. O mesmo se aplica a presença de acionista controlador estatal, uma vez que há receio dos investidores em relação ao fato de que as entidades públicas possam priorizar os interesses do controlador estatal em relação aos interesses dos acionistas, bem como das potenciais interferências dos controladores na gestão dessas instituições.

A variável $R\Delta DIV_0$ compreende a variação dos dividendos totais declarados aos acionistas em determinado momento, englobando os dividendos e os juros sobre capital próprio. Este último, característica particular do cenário brasileiro, portanto, sendo também considerado (GOMES *et al.*, 2015). A variável apresenta o seguinte cálculo:

$$R\Delta DIV_0 = \frac{(\text{Div}_0 + \text{JSCP}_0)}{(\text{Div}_{-1} + \text{JSCP}_{-1})} - 1$$

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Inicialmente são apresentados os resultados, a fim de apresentar um panorama das empresas listadas na BM&FBovespa e suas políticas de dividendos ao longo do período analisado e, na sequência, são apresentados os resultados da modelagem estatística, com o intuito de demonstrar empiricamente a relação entre os dividendos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa

Para melhor se compreender o panorama da política de dividendos nas empresas listadas na BM&FBovespa, foram analisadas as respectivas distribuições de dividendos. A Tabela 2 demonstra, para as empresas da amostra, se ocorreu distribuição de dividendos em algum momento entre 2003 e 2014 e explicita as respectivas variações anuais.

Como pode ser observado na Tabela 2, para os doze exercícios analisados, precisamente 83,67% das empresas da amostra realizaram algum tipo de distribuição de recursos com seus acionistas ao longo do período, o que significa dizer que de um total de 1.176 observações, 984 se referem a distribuições realizadas. Esse resultado se assemelha ao de Fiorati (2007) que encontrou uma proporção de 76% e, ao de Nossa, Nossa e Teixeira (2007) que encontraram uma proporção entre 70% e 73%.

Tabela 2 – Distribuição anual de dividendos pelas empresas da amostra – 2003 a 2014

Ano	Montante distribuído (R\$)	Varição anual (%) ano (t) / ano (t-1)	Empresas que distribuíram (Quantidade)	Empresas que não distribuíram (Quantidade)	Empresas que distribuíram (Proporção) (%)
2003	15.306.242.907	71,4	73	25	74,49%
2004	22.305.180.359	45,73	76	22	77,55%
2005	29.900.461.830	34,05	81	17	82,65%
2006	32.479.222.903	8,62	83	15	84,69%
2007	36.199.736.437	11,46	90	8	91,84%
2008	38.657.899.195	6,79	84	14	85,71%
2009	31.754.712.361	(17,86)	86	12	87,76%
2010	53.839.815.104	69,55	90	8	91,84%
2011	49.851.716.998	(7,41)	87	11	88,78%
2012	45.273.642.139	(9,18)	76	22	77,55%
2013	44.783.697.768	(1,08)	82	16	83,67%
2014	38.823.762.131	(13,31)	76	22	77,55%
TOTAL	439.176.090.132	-	984	192	83,67%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Entre 2003 e 2014 foram distribuídos com os acionistas aproximadamente R\$ 439 bilhões. Ao longo desse período de doze anos registraram-se variações anuais positivas em sete exercícios (2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 e 2010), o que, em termos absolutos, leva a constatar uma crescente preferência ao aumento da distribuição de dividendos. Exemplificando, empresas tais como AES Tiete S.A., CCR S.A., Companhia de Eletricidade do Estado da Bahia – COELBA, Companhia Energética do Rio Grande do Norte – COSERN, Metisa Metalúrgica Timboense S.A., Neoenergia S.A., Saraiva S.A., Vale S.A., Weg S.A., ao longo dos doze anos analisados, aumentaram suas distribuições de dividendos comparativamente ao exercício anterior, na maioria dos períodos analisados.

As evidências indicam ainda que as companhias brasileiras distribuem dividendos não apenas para atender aos preceitos legais. Foi possível obter outros resultados ao longo da pesquisa, identificou-se que a distribuição de dividendos para o período analisado de 2003 e 2014 varia entre 40% e 64% do lucro líquido ajustado, o que ultrapassa o mínimo comumente previstos nos estatutos das empresas que são os 25% de distribuição. Em sua pesquisa baseada nos dados de 1998 a 2002, Loss (2004) encontrou proporções semelhantes, de 49,7%, 75,4%, 43,7%, 48,9% e 52,8%, respectivamente. Já Fonteles *et al.* (2012) encontraram uma proporção maior, de 71%, sendo que sua amostra reunia apenas as empresas listadas no Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBovespa.

Com relação a distribuição quantitativa anual das empresas da amostra por modalidade de destinação de lucros aos acionistas, por meio de dividendos e/ou juros sobre capital próprio, no período de 2003 a 2014, pode-se observar uma preferência pela distribuição de dividendos a não distribuição. Com efeito, a quantidade de empresas que não distribuíam dividendos diminuiu ano a ano, com exceção de 2008, 2011, 2012 e 2014. Em 2012, o principal motivo para a não distribuição foi a apuração de prejuízo em 124 observações de um total de 192 não distribuições. Os demais casos de não distribuição de dividendos ocorreram pelas demais situações previstas na Lei das S.A. tais como a compensação de prejuízos acumulados de exercícios anteriores e retenção por incompatibilidade com a situação financeira da companhia.

A quantidade de empresas que fizeram uso da distribuição apenas sob a forma de juros sobre capital próprio também vem caindo. Conseqüentemente, percebe-se um crescimento do

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

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

A separação da amostra por tipo de atividade possibilita que também seja visualizada a distribuição de dividendos a partir da Tabela 3.

Tabela 3 – Distribuição de dividendos por setor econômico e faixa de *payout*

Setor	Montante distribuído – <i>Payout</i> até 25% (R\$)	Proporção (%)	Montante distribuído – <i>Payout</i> entre 25% e 50% (R\$)	Proporção (%)	Montante distribuído – <i>Payout</i> acima de 50% (R\$)	Proporção (%)
Bens Industriais	58.829.203	0,26	5.367.385.408	2,82	6.716.143.029	2,96
<i>Nº</i>	24	-	97	-	42	-
Construção e Transporte	1.632.951.681	7,29	241.006.279	0,13	7.580.142.792	3,34
<i>Nº</i>	21	-	7	-	34	-
Consumo Cíclico	603.445.495	2,69	3.576.212.310	1,88	4.363.426.889	1,92
<i>Nº</i>	19	-	85	-	54	-
Consumo Não Cíclico	1.594.229.757	7,11	7.482.143.744	3,94	47.285.891.977	20,86
<i>Nº</i>	14	-	32	-	14	-
Materiais Básicos	14.776.338.121	65,93	50.447.141.335	26,54	49.257.332.030	21,73
<i>Nº</i>	30	-	103	-	51	-
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	-	0,00	90.168.856.571	47,44	-	0,00
<i>Nº</i>	0	-	11	-	-	-
Tecnologia da Informação	12.972.034	0,06	87.211.000	0,05	14.656.000	0,01
<i>Nº</i>	2	-	6	-	2	-
Telecomunicações	1.917.273.053	8,55	2.163.833.395	1,14	48.674.527.004	21,47
<i>Nº</i>	11	-	6	-	27	-
Utilidade Pública	1.817.114.149	8,11	30.532.321.124	16,06	62.798.907.752	27,70
<i>Nº</i>	36	-	112	-	144	-
TOTAL R\$ Distribuído	22.413.153.493	100,00	190.066.111.167	100,00	226.691.027.473	100,00
TOTAL Nº observações	157	-	459	-	368	-

Fonte: Elaborada pelos autores.

Percebe-se que a distribuição aos acionistas apresenta grande disparidade entre os oito setores econômicos. O setor Utilidade Pública, por exemplo, encontra-se na faixa de maior distribuição de dividendos, representando 27,7% do montante de dividendos distribuídos, seguido dos setores Materiais Básicos, Telecomunicações e Consumo Não Cíclico, cada um representando, respectivamente, 21,73%, 21,47% e 20,86% da faixa de *payout*. Outros setores apresentaram distribuições de menor relevância. Esses resultados são similares aos de Fonteles et al. (2012), segundo os quais os setores que mais distribuíram dividendos foram Finanças, Utilidade Pública e Consumo Não Cíclico. Vancin (2013) também identificou que os setores de energia elétrica (pertencente ao setor Utilidade Pública) e finanças/seguros apresentam características de distribuição de dividendos em nível elevado.

A distribuição das empresas da amostra por idade possibilita que também sejam visualizadas as distribuições de dividendos a partir da Tabela 4.

Tabela 4 – Distribuição de dividendos por faixa etária e faixa de *payout*

Faixa etária (anos de constituição da Companhia)	Montante distribuído – <i>Payout</i> até 25% (R\$)	Montante distribuído – <i>Payout</i> entre 25% e 50% (R\$)	Montante distribuído – <i>Payout</i> acima de 50% (R\$)	TOTAL (R\$)
Menos de 15 anos	1.392.962.677	10.083.215.597	94.220.396.361	105.696.574.635
N	18	32	85	135
<i>Ticket</i> médio	77.386.815	315.100.487	1.108.475.251	782.937.588
Entre 15 a 45 anos incompletos	4.194.157.390	22.103.092.013	54.900.415.142	81.197.664.545
N	61	152	124	337
<i>Ticket</i> médio	68.756.679	145.415.079	442.745.283	240.942.536
Mais de 45 anos	16.826.033.427	157.879.803.556	77.570.215.970	252.276.052.953
N	78	275	159	512
<i>Ticket</i> médio	215.718.377	574.108.377	487.862.994	492.726.665
TOTAL	22.413.153.493	190.066.111.167	226.691.027.473	439.170.292.133

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na Tabela 4, verifica-se que a primeira faixa etária apresenta o maior ticket médio de dividendos declarados R\$ 1.108.475.251, significando que as empresas com idade inferior a 15 anos apresentaram uma maior distribuição de dividendos, tanto em termos absolutos quanto no nível de distribuição via *payout*. A última faixa etária apresentou um ticket médio de R\$ 574.108.377, representando uma proporção de distribuição por *payout* no intervalo entre 25% e 50% de distribuição sobre o Lucro Líquido distribuível.

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

Com base na Tabela 4, 85 empresas possuem nível de distribuição acima de 50% de *payout* referente à faixa etária de empresas constituídas recentemente, vale comentar que 13 delas possuíam inclusive um nível máximo de *payout* com 100% de distribuição dos seus dividendos declarados. A exemplo dessas empresas constituídas recentemente com nível máximo de *payout* tem-se a AES Tiete S.A., CPFL Energia S.A., EDP - Energias do Brasil

S.A., Light S.A., Tim Participações S.A. e a Tractebel Energia S.A. Outro dado importante é que oito das 13 empresas comentadas englobam-se no setor de Utilidade Pública, suportando também, os resultados da Tabela 3.

Na sequência, o modelo estimado na Tabela 5 examina a relação entre a taxa de variação dos dividendos no ano zero e as mudanças no desempenho futuro mensurado pelas variáveis Lucro Líquido e EBITDA para os anos 1 e 2, deflacionadas pelo valor contábil do Patrimônio Líquido do ano inicial das mudanças dos dividendos. Adicionalmente, para a variável explicativa dividendos foi segregada a sua variação entre positiva ou negativa, sendo positiva quando há acréscimo na distribuição de dividendos no ano-evento, e negativa quando há decréscimo.

Tabela 5 – Dividendos e Desempenho futuro (modelo 1)

Modelo 1 - Nissim e Ziv (2001)				
$(D_t - D_{t-1})/B_{-1} = \alpha_0 + \beta_1 DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_2 DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \varepsilon_t$				
	LL Para t = 1	LL Para t = 2	EBITDA Para t = 1	EBITDA Para t = 2
DPC ₀ x RΔDIV ₀	-0,0000 (-0,52)	0,0000 (0,06)	0,0000 (1,40)	0,0000 (1,31)
DNC ₀ x RΔDIV ₀	-0,0846 (-1,35)	-0,0783** (-2,03)	0,2840** (1,84)	0,1684 (1,47)
ROE _{t-1}	0,0065*** (4,67)	0,0079*** (6,44)	0,0034 (1,35)	0,0080*** (7,74)
(D ₀ - D ₋₁)/B ₋₁	-0,1554* (-1,81)	0,0233 (0,69)	-0,7756*** (-3,56)	-0,4844** (-2,59)
Constante	-0,0659** (-2,58)	-0,1001*** (-4,55)	0,0475 (1,27)	-0,0463*** (-1,85)
N	1.176	1.176	1.176	1.176
F(4,1171)	17,82	10,60	6,86	17,88
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R ²	0,3704	0,2340	0,7542	0,5919

Notas: (1) Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade – estatística t entre parênteses. (2) ***, ** e * denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente. (3) RΔDIV₀ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC e DNC são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos, respectivamente. (5) A variável de desempenho futuro (D) é o Lucro Líquido (LL) e o EBITDA. (6) B₋₁ é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) ROE_{t-1} é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) (D₀ - D₋₁)/B₋₁ é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 12 anos, sendo de 2003 a 2014 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2016 para a variável desempenho futuro.

Fonte: Elaborada pelos autores.

É possível verificar ao se analisar a relação entre a variável LL e o acréscimo dos dividendos para o período futuro t₁ o coeficiente apresentou-se negativo e não significativo e para o período futuro t₂ a relação se deu positiva e não significativo, o que não condiz com os estudos anteriores, os quais encontraram relação de significância positiva e significativa (GRULLON *et al.*, 2003; NISSIM; ZIV, 2001). Chen e Kao (2014), inclusive, encontram relação positiva e significativa para os quatros anos posteriores.

A relação entre o decréscimo de dividendos e o Lucro Líquido futuro apresentou consistência com outros estudos anteriores, os quais identificaram uma relação de significância negativa para todos os períodos futuros (CHEN; KAO, 2014), ou, em alguns casos, uma não significância (GRULLON *et al.*, 2003; NISSIM; ZIV, 2001). Estudos desenvolvidos tendo como amostra empresas brasileiras não segregam as variações dos dividendos entre positivas e negativas (FIORATI, 2007; RAMOS *et al.*, 2014; XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010), como faz a presente pesquisa, portanto não é possível a comparação de resultados.

Quanto a relação entre a variável EBITDA e os dividendos é possível verificar tanto para o período futuro t_1 , quanto para período t_2 , os coeficientes apresentaram-se positivos e não significantes, não fornecendo suporte para a Teoria da Sinalização.

O modelo estimado na tabela 6 examina a mesma relação que o modelo anterior sendo que, adicionalmente, como outra contribuição desta pesquisa, foram incluídas algumas variáveis *dummies*, a fim de se conhecer se há influência nos resultados em virtude de características específicas das empresas.

Tabela 6 – Dividendos e Desempenho futuro (modelo 2)

Modelo 1 - Nissim e Ziv (2001) modificado:				
$(D_t - D_{t-1})/B_{t-1} = \alpha_0 + \beta_1 DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_2 DNC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_3 ROE_{t-1} + \beta_4 (D_0 - D_{-1})/B_{-1} + \beta_5 IDADE + \beta_6 TAM + \beta_7 D-CONT + \beta_8 D-EST + \varepsilon_t$				
	LL Para t = 1	LL Para t = 2	EBITDA Para t = 1	EBITDA Para t = 2
$DPC_0 \times R\Delta DIV_0$	-0,0000 (-0,50)	0,0000 (0,11)	0,0000 (1,52)	0,0000 (1,40)
$DNC_0 \times R\Delta DIV_0$	-0,0861 (-1,31)	-0,0759** (-1,99)	0,2942* (1,87)	0,1781 (1,51)
ROE_{t-1}	0,0065*** (4,72)	0,0080*** (6,32)	0,0037 (1,52)	0,0083*** (7,84)
$(D_0 - D_{-1})/B_{-1}$	-0,1550* (-1,81)	0,0232 (0,71)	-0,7762*** (-3,62)	-0,4856*** (-2,66)
IDADE	0,0005 (0,79)	0,0005 (0,69)	0,0020* (1,74)	0,0019 (1,50)
TAM	0,0131 (0,75)	0,0216 (1,24)	0,0423 (1,01)	0,0484 (1,16)
D-CONT	-0,0188 (-0,83)	0,0013 (0,05)	-0,0582 (-1,23)	-0,0380 (-0,79)
D-EST	-0,0079 (-0,23)	-0,0179 (-0,54)	-0,0432 (-0,78)	-0,0378 (-0,77)
Constante	-0,2716 (-0,98)	-0,4367 (-1,51)	-0,6409 (-1,03)	-0,8241 (-1,25)
N	1.176	1.176	1.176	1.176
$F(8,1167)$	10,47	5,42	7,24	9,94
$Prob > F$	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
R^2	0,3719	0,2395	0,7574	0,5987

Notas: (1) Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade – estatística t entre parênteses. (2) ***, ** e * denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente. (3) $R\Delta DIV_0$ é a taxa de variação dos dividendos no ano-evento, em relação ao ano anterior. (4) DPC (DNC) são *dummies* que indicam aumentos ou reduções nos dividendos. (5) A variável de desempenho futuro (D) é o Lucro Líquido (LL) e o EBITDA. (6) B_{-1} é o valor do Patrimônio Líquido do período anterior ao ano-evento, usado como deflator da variável desempenho futuro. (7) ROE_{t-1} é o Retorno sobre o Patrimônio Líquido. (8) $(D_0 - D_{-1})/B_{-1}$ é variável defasada de desempenho futuro, considerada variável de controle adicional. (9) As estatísticas reportadas baseiam-se em um período de 12 anos, sendo de 2003 a 2014 para os dividendos declarados, e de 2004 a 2016 para a variável desempenho futuro. (10) Idade, Ativo, D^{CON} , D^{EST} são *dummies* que levam em conta a possibilidade de os resultados serem influenciados por fatores como, suas idades de constituição, seus tamanhos, a presença de acionista controlador e a presença de acionista controlador estatal.

Fonte: Elaborada pelos autores.

A Tabela 6 demonstra que é possível verificar para o período futuro t_1 que o coeficiente β_1 é negativo e não significativo e para o período futuro t_2 é positivo e não significativo quando do acréscimo dos dividendos ao ser correlacionado com a variável de desempenho Lucro Líquido, o que mais uma vez demonstra falta de suporte à Teoria da Sinalização. Esses resultados não condizem com as conclusões de pesquisas anteriores, já citadas na explicação da tabela anterior. Na estimação entre o EBITDA e os dividendos as relações comportaram-se de forma similar aos resultados encontrado com o LL quanto a não significância dos resultados, mas com relação ao sinal esperado, os coeficientes da estimação entre EBITDA e os dividendos apresentam-se positivos. No entanto, o resultado positivo e não significativo demonstra falta de suporte à Teoria da Sinalização.

As *dummies* de características, com exceção da idade da empresa, não apresentam uma relação consistente com o desempenho futuro nas empresas da amostra. Assim, conforme Denis e Ososbov (2008), empresas mais maduras, com poucas oportunidades de investimento, são mais propensas ao pagamento de dividendos. Assim, por semelhança, observa-se a relação positiva com desempenho na estimação entre o EBITDA e os dividendos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com algumas contribuições, esta pesquisa teve como objetivo geral investigar a relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro nas empresas listadas na BM&FBovespa. A amostra da pesquisa foi constituída por 98 companhias listadas na BM&FBovespa durante o período de 2002 a 2014, o que correspondeu a 1.176 observações. Para representar o desempenho futuro foram utilizadas duas variáveis, o Lucro Líquido, utilizado como variável dependente em praticamente todas as pesquisas sobre o assunto, e a variável EBITDA, utilizada anteriormente em apenas uma pesquisa [Fiorati (2007)]. Logicamente, a variável explicativa da pesquisa são os dividendos distribuídos aos acionistas também chamados de dividendos declarados.

Portanto, à luz da Teoria da Sinalização, e tomando por base nos achados de estudos anteriores, a presente pesquisa adotou a hipótese geral de que há uma relação entre os dividendos distribuídos e o desempenho futuro das companhias listadas na BM&FBovespa. O panorama das políticas de dividendos adotadas pelas empresas listadas na BM&FBovespa retrata que: (i) mais de 80% realizaram algum tipo de distribuição de recursos aos seus acionistas ao longo dos 12 anos analisados representando aproximadamente R\$ 439 bilhões entre dividendos e juros sobre capital próprio; (ii) há uma tendência de preferência pelo aumento da distribuição, já que em sete dos dez exercícios registrou-se aumento de dividendos em comparação com os exercícios imediatamente anteriores; e (iii) em termos quantitativos percebe-se o crescimento do número de empresas que se utilizam da estratégia de distribuição via ambas as formas. Também se identificou: (i) que o setor de atividade Utilidade Pública se encontra na faixa de maior *payout* de dividendos, acima de 50%; e (ii) um maior *ticket* médio de dividendos declarados, apresentado nas empresas classificadas na faixa etária inferior a 15

anos, qualitativamente, tende a sinalizar ao mercado alguma informação através de uma maior distribuição de dividendos.

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

A partir dos resultados obtidos na estimação do coeficiente β_1 referente ao modelo (1) e ao modelo (2) para a variável de desempenho futuro Lucro Líquido observa-se que estes se apresentam negativos e não significantes para o período futuro (t_1) e positivos e não significantes para o período futuro (t_2), os quais demonstram falta de suporte à teoria da sinalização a qual rege uma relação de significância positiva. Quanto ao coeficiente que representa decréscimo dos dividendos β_2 apresentou consistência nos sinais e significância com as literaturas internacionais, as quais identificavam relação de significância negativa para todos os períodos futuros ou até mesmo uma não significância. Não é possível corroborar os resultados com outras pesquisas no cenário brasileiro visto que os pesquisadores não segregam as variações dos dividendos entre positivas ou negativas, sendo esta uma contribuição desta pesquisa.

Com relação aos resultados obtidos na estimação do coeficiente β_1 referente ao modelo (1) e ao modelo (2) para a variável de desempenho futuro EBITDA são positivos e não significantes tanto para o período futuro (t_1) quanto para o período futuro (t_2), resultados os quais demonstram falta de suporte à teoria da sinalização. Quanto ao coeficiente que representa decréscimo dos dividendos β_2 apresentou inconsistência nos sinais, mas significância estatística, o que se contrapõe com as literaturas internacionais, as quais identificavam relação de significância negativa para todos os períodos futuros. Não é possível corroborar os resultados com outras pesquisas no cenário brasileiro visto que os pesquisadores não segregam as variações dos dividendos entre positivas ou negativas, sendo esta uma contribuição desta pesquisa.

Como conclusão desta pesquisa, tem-se que para as duas variáveis, Lucro Líquido e EBITDA, escolhidas como *proxy* de desempenho futuro, ambas não apresentam indícios de presença de conteúdo informacional na política de dividendos, rejeitando a hipótese sobre a sinalização que as variações positivas nos dividendos tanto no período futuro mais próximo (t_1) quanto no período do futuro (t_2).

Considerando que o modelo adotado no estudo foi aplicado no mercado norte americano, deve-se destacar que no Brasil ainda não se pode caracterizar a distribuição de proventos aos acionistas de forma tão consolidada como se observa no mercado americano. Além disso, devido a turbulência da economia brasileira diante da crise político-econômica iniciada em 2008 e agravada em 2012 após a reeleição de Dilma Rousseff prejudicou-se a capacidade das empresas de realizar sinalizações consistentes no mercado. Por fim, outros mecanismos de informacionais do mercado estão fortemente desenvolvidos, possibilitando que as empresas utilizem outras possibilidades de sinalização de lucratividade, em alguns casos com custo inferior, comparativamente a dividendos ou juros sobre capital próprio.

Os dividendos sempre representam aspectos controversos, e diversos modelos obtêm diferentes resultados, tanto para o mercado brasileiro, como para o dos EUA. Por consequência, algumas limitações principais desse estudo podem ser apontadas: i) o período analisado apenas de 12 anos, comparativamente com outros estudos no mercado americano os quais possuem mais de 30 anos de base de dados, contudo, sendo este período analisado outra contribuição desta pesquisa, em virtude da literatura brasileira apresentar pesquisas nesse assunto com no máximo 5 anos de base de dados; e ii) o uso de uma modelagem linear. Conseqüentemente, a

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

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

REFERÊNCIAS

AGNES, M. P. **Sinalização com dividendos em um ambiente sem impostos: evidências do Brasil**. 2005. 153 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

AL SHABIBI, B. K.; RAMESHI, G. An empirical study on the determinants of dividend policy in the UK. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 80, n. 12, p. 105-124, 2011.

ADJAOUD, F.; BEN-AMAR, W. Corporate governance and dividend policy: Shareholders' protection or expropriation? **Journal of Business Finance and Accounting**, v. 37, n. 6, p. 648-667, 2010.

BENARTZI, S.; MICHAELY, R.; THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past? **The Journal of Finance – Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting – American Finance Association**, New Orleans, v. 52, n. 3, p. 1.007-1.034, July, 1997.

BHATTACHARYA, S. An exploration of non dissipative dividend-signaling structures. **The Journal of Financial and Quantitative Analyses**, v. 14, n. 4, p. 667-668, November, 1979.

BIRD, R. B.; SMITH, E. A. Signaling theory, strategic interaction, and symbolic capital. **Current Anthropology**, v. 46, n. 2, p. 221-248, 2005.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

FERREIRA JÚNIOR, W. O.; NAKAMURA, W.T.; MARTIN, D.M.L.; BASTOS, D.D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Facef Pesquisa**, v. 13, n. 2, p. 190-203, 2010.

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

FONTELES, I. V. ; PEIXOTO JUNIOR, C.A.; VASCONCELOS, A.C.; DE LUCA, M.M.M. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista da UFMG**, v. 23, n. 3, p. 173-204, jul./set. 2012.

FULLER, K.; BLAU, B. M. Signaling, free cash flow and “nonmonotonic” dividends. **The Financial Review**, v. 25, n. 1, p. 21-56, 2010.

GOMES, P. H. C. P. N.; TAKAMATSU, R. T.; MACHADO, E. A. Determinantes da política de remuneração do capital próprio: dividendos versus juros sobre capital próprio. **Reunir: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**, v. 5, n. 2, p. 62-85, 2015.

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

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

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

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

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 40, n. 4, p. 1.053-1.070, 1985.

KIRMANI, A.; RAO, A. No pain, no gain: a critical review of the literature on signaling unobservable product quality. **Journal of Marketing**, v. 64, n.2, p. 66-79, 2000.

LA PORTA, R. SILANES, F.L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 1, p. 1-33, Feb., 2000.

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

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

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

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

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

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

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

MORRIS, R. D. Signalling, agency theory and accounting policy choice. **The Journal of Finance**, v. 18, n. 69, p. 47-69, 1987.

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.

NACEUR, S.; GOAIED, M.; BELANES, A. On the determinants and dynamics of dividend policy. **International Review of Finance**, v. 6, n. 1-2, p. 1-23, 2006.

NISSIM, D. J.; ZIV, A. Dividend changes future profitability. **The Journal of Financial**, v. 56, n. 6, p. 2.111-2.133, Dec., 2001.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2007.

RAMOS, R. S.; XAVIER FILHO, J.L.J.; VASCONCELOS, A.F.; LIMA, L.R. Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: uma investigação aplicada junto à Cia Hering S/A. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 38., 2014, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2014.

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

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

SHY, O. Exporting as a signal for product quality. **Economica**, v. 67, n. 26, p. 79-90, 2000.

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

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

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

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

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

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