

Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Bruno Abrahão Nicoletti

**ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO ENTRE PREÇOS, DIVIDENDOS E
VARIÁVEIS CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO.**

Brasília, DF
2013

BRUNO ABRAHÃO NICOLETTI

ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO ENTRE PREÇOS, DIVIDENDOS E VARIÁVEIS
CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO.

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador:
Prof. Mestre Ronaldo Schimidt Gonçalves de Almeida

Linha de pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro.

Área:
Finanças de Empresas

Brasília, DF
2013

NICOLETTI, Bruno Abrahão

Análise empírica da relação entre preços, dividendos e variáveis contábeis no mercado brasileiro. / Bruno Abrahão Nicoletti -- Brasília, 2013.
Quant. p. 30

Orientador(a): Prof. Mestre Ronaldo Schimidt Gonçalves de Almeida

Trabalho de Conclusão de curso (Artigo - Graduação) – Universidade de Brasília, 2º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. Assimetria da Informação 2. Índices de mercado 3. Contabilidade 4. Política de Dividendos I. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. II. Análise empírica da relação entre preços, dividendos e variáveis contábeis no mercado brasileiro.

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais por terem me dado força e motivação para a conclusão deste trabalho, com um apoio incondicional e constante.

Ao meu orientador, professor Ronaldo Schimidt, que me ajudou em momentos de dificuldade durante o curso e se dispôs a orientar-me.

ANÁLISE EMPÍRICA DA RELAÇÃO ENTRE PREÇOS, DIVIDENDOS E VARIÁVEIS CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO.

RESUMO

Este estudo objetiva averiguar se as empresas têm seu Valor de Mercado influenciado pelos indicadores relacionados à quantidade e rentabilidade dos dividendos distribuídos, ao lucro e ao valor patrimonial. Para a realização desse artigo, foi feita uma análise sobre as empresas integrantes do Índice Dividendos (IDIV) da BM&FBOVESPA, tendo a Teoria da Sinalização e o Modelo de Burstahler e Dichev (1997) como base para este trabalho. O estudo empírico caracteriza-se como quantitativo, com a utilização de indicadores de mercado e valores contábeis fornecidos pelo banco de dados Economática para se inferir sobre os principais indicadores condicionantes à uma possível valorização da empresa. A técnica de análise de regressão possibilitou a identificação de dois componentes: Lucro Líquido e Patrimônio Líquido. Conclui-se que as empresas estudadas obtiveram um aumento no Valor de Mercado quando obtiveram uma boa geração de fluxo de caixa, no entanto não se pôde provar a ocorrência de valorização advinda da política de dividendos adotada. Entende-se que o estudo proporciona contribuições significativas à teoria, uma vez que poucos estudos voltados ao mercado brasileiro unem determinados indicadores na mesma pesquisa.

Palavras-chave: Assimetria da Informação; Contabilidade; Índices de Mercado; Dividendos

1 INTRODUÇÃO

A busca da compreensão de quais variáveis são relevantes, bem como da forma pela qual interagem na formação do preço de mercado das ações, é um tema há décadas estudado e tem uma importância elevada devido a estas serem as principais variáveis que os investidores observam quando realizam seus investimentos no mercado acionário. Na pesquisa contábil, modelos empíricos de avaliação de ações têm sido usados para a verificação da relevância dos dados contábeis na explicação do valor das ações e, conseqüentemente, à riqueza do acionista.

O ambiente econômico é caracterizado por conter informações assimétricas entre os agentes e acionistas, muitos dados são omitidos e uma parte da realidade só é evidenciada através dos demonstrativos contábeis obrigatórios, sendo fundamental que sejam interpretados tais dados a fim de reduzir essa assimetria.

Sendo assim, uma maneira de transmitir informações ao mercado é através dessas informações oriundas dos demonstrativos contábeis representados, principalmente, pela demonstração do resultado do exercício e pelo balanço patrimonial. A informação contábil pode então ser entendida como relevante ao passo que auxilia os usuários do mercado em suas decisões e podem ter relação com os preços das ações.

Outra forma de transmitir informações ao mercado é através da política de dividendos adotada. Essa decisão determina, dentre outras coisas, a estrutura de capital da organização e influencia as decisões estratégicas fundamentais no cotidiano das empresas.

Os dividendos são então considerados importantes, pois trazem um conteúdo informacional. Como os acionistas minoritários detêm poucas informações acerca das empresas, a política de dividendos passa a munir o mercado de informação, tornando-o mais eficiente. Sendo assim, um aumento de dividendos distribuídos pode ser um indicativo acerca do futuro da empresa e o preço da ação poderia oscilar proporcionalmente a este pagamento. (Fonteneles et ali; 2012)

No entanto, este tema ainda é muito controverso na área de Finanças e diversos estudiosos chegaram a conclusões distintas.

Algumas das principais teorias confirmam essa divergência em relação aos dividendos, entre elas estão a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de Modigliani e Miller (1961), na qual afirma, que em um mercado perfeito, a política de dividendos adotada pela empresa não é capaz de alterar o seu valor, visto que para cada unidade monetária paga a mais

na forma de dividendos, representa uma unidade monetária a menos no seu valor e vice-versa. Dessa forma seu valor depende apenas do lucro produzido e não de como esse lucro é dividido entre dividendos e retenções, inexistindo uma estrutura financeira ótima entre capital próprio e de terceiros, assim, o que deve importar aos investidores, em termos de valorização das ações, é a política de investimentos das entidades. Em contramão a esta teoria existe a Teoria do Pássaro na Mão, de Lintner (1962), que focava na idéia de que mais vale um dividendo certo do que um ganho de capital incerto e, portanto, os investidores tendem a valorizar mais as ações das entidades que distribuem seus resultados, demonstrando a aversão ao risco presente no comportamento de boa parte dos investidores. De acordo com essa teoria, a política financeira relativa à distribuição de dividendos influencia no valor das ações, tendo, como pressuposto fundamental, que o preço de mercado das ações é proporcional à distribuição de dividendos.

A teoria da preferência tributária defende uma política de baixos dividendos, afirmando que em um mercado em que os dividendos são tributados a uma alíquota maior do que os possíveis ganhos com a valorização das ações, o investidor preferirá uma política de dividendos que tenha a menor distribuição possível, uma vez que a carga tributária consumirá uma parte maior do seu rendimento. Essa corrente de pensamento é denominada radical, pois defende a menor distribuição de dividendos a fim de que sejam maximizados os valores das ações. (Famá e Iovine; 2012)

Já a teoria da sinalização, tema referente a esta pesquisa, estabelece que empresas emitem sinais ao mercado e seus integrantes examinam todas essas ações, procurando prever de alguma maneira os fluxos de caixa futuros e, com isso, o valor da empresa.(Gonzalez; 1998). A idéia, que as mudanças nas políticas de dividendos transmitem informações ao mercado, não é recente, sendo este um campo vasto e bastante explorado dentro das pesquisas sobre Finanças.

A outra parte da abordagem desta pesquisa baseia-se na análise da informação contábil, na qual o valor de uma firma poderia ser explicado com base em valores contábeis divulgados. Essa hipótese tem um grande impacto na pesquisa acadêmica sobre mercado de capitais. Este modelo procura determinar o Valor de Mercado da empresa e utiliza o Patrimônio Líquido e os Lucros como variáveis independentes para estimar seu valor.

Buscando segmentar as empresas com a maior distribuição de dividendos, a BM&FBOVESPA criou em 2010 o Índice Dividendos (IDIV), “composto pelas empresas listadas que apresentaram os maiores “*dividend yields*” nos últimos 24 meses anteriores a

seleção da carteira” e que tem por objetivo “oferecer uma visão segmentada do mercado acionário, medindo o comportamento das ações das empresas que se destacaram em termos de remuneração dos investidores, sob a forma de dividendos e juros sobre o capital próprio” (BM&FBOVESPA, 2013)

Assim, com base no exposto, elaborou-se a seguinte pergunta: Os preços das ações são influenciados pelos dividendos e pelas variáveis contábeis?

Dessa forma, este estudo pretende analisar a relação entre informação contábil, representada pelo Lucro Líquido e pelo Patrimônio Líquido, e o preço das ações no Brasil e verificar a efetividade da função fundamental da Contabilidade, que é a de fornecer informações relevantes aos seus usuários.

Este estudo se justifica como uma ferramenta de contribuição para que o investidor possa, de alguma forma, direcionar os seus investimentos de acordo com os índices previamente divulgados, projetá-los e analisá-los, buscando previsões sobre seu comportamento futuro e as possíveis conseqüências de suas alterações.

Também se justifica por ser um assunto delicado dentro da área de Finanças e que ainda há grande controvérsia sobre o tema, não havendo ainda um consenso que possua ampla aceitação; busca-se, assim, extrair evidências adicionais à teoria ao estudar o emergente mercado brasileiro, uma vez que há muitas alternativas ainda não exploradas.

O objetivo principal deste trabalho é o de verificar, por meio de um modelo empírico, a possível influência de determinados indicadores no Valor de Mercado da empresa, conseqüentemente, no valor das ações das companhias; procura-se então indícios de relevância destes dados na percepção perante o mercado. O estudo tem ainda os seguintes objetivos específicos: (i) esclarecer a Legislação Brasileira que discorre sobre a distribuição de dividendos; (ii) conceituar a Teoria da Sinalização e (iii) Revisar a literatura acerca do tema. Os dados utilizados são de 30 de junho de 2013.

Este trabalho é composto por uma seção onde é apresentada a fundamentação teórica, com explicações sobre políticas de dividendos e sobre as teorias que se relacionam com o tema contemplado, além de uma revisão bibliográfica. Na seção seguinte encontra-se o método utilizado e as características das estatísticas relevantes adotadas. Na seção subsequente, são apresentados os resultados obtidos com a pesquisa e, na última seção, faz-se um resumo onde são evidenciados os principais resultados e as conclusões deste trabalho

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Legislação Brasileira sobre Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio

A Lei n. 6404/76, a chamada Lei das Sociedades por Ações dispõe sobre o dividendo:

- a prioridade das ações preferenciais na distribuição (Artigo 17);
- o dividendo obrigatório pode ser fixado como uma percentagem do lucro líquido ou do capital social (Artigo 202);
- quando o estatuto da companhia for omissivo, o dividendo obrigatório não deverá ser menor do que 50% do lucro líquido ajustado (Artigo 202);
- é necessária a aprovação de acionistas que representem pelo menos 50% das ações com direito a voto para alterar o dividendo obrigatório (Artigo 136);
- a destinação dos lucros para a constituição de reservas ou a retenção deles não podem prejudicar a distribuição do dividendo obrigatório (Artigo 198);
- a origem dos dividendos deve ser apenas as contas de lucro líquido ou lucros acumulados ou, ainda, a reserva de capital, no caso das ações preferenciais (Artigo 201);
- a companhia pagará dividendos às pessoas que, na data definida no ato de declaração do dividendos, forem proprietárias das ações (Artigo 205);
- o dividendo deverá ser pago em até 60 dias a partir da data em que for declarado (Artigo 205).

A regulamentação do mercado de ações do Brasil também teve origem com a criação da Lei 6.385 76, a qual criou a Comissão de Valores Imobiliários (CVM) com o objetivo de:

- assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias ou de administradores de carteira de valores mobiliários;
- evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;

- assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas.

O Estatuto Social da companhia regulará a política de dividendos adotada em conformidade com a Lei das S.A. e definirá a base que será utilizada para o cálculo dos dividendos, podendo ser o próprio lucro líquido ajustado, uma porcentagem do capital, dividendos fixos ou outra base a ser definida. Se forem utilizados os dividendos fixos, o beneficiário não participará dos lucros remanescentes, salvo disposição contrária.

Se o Estatuto for omissivo em relação a porcentagem distribuída prevalecerá como dividendo obrigatório o montante de 50% do lucro líquido ajustado e limitado à parcela que for efetivamente realizada, devendo a diferença ser registrada em conta a parte. No entanto, os dividendos obrigatórios se confundem com a figura dos dividendos mínimos, quando os estatutos sociais das empresas são omissivos em relação ao dividendo.

A partir da vigência da Lei das S.A. as empresas poderão fixar qualquer montante de dividendos a serem distribuídos, não ficando limitadas ao quantum mínimo de 25%, caso o estatuto não for omissivo.

A empresa pode também distribuir um dividendo adicional ao estipulado no Estatuto e, apesar da não obrigatoriedade, este fator pode ser bem visto pelos acionistas. Diante deste fator, deve-se levar em consideração também a redução de valor dos dividendos, caso no qual o acionista terá o direito de reembolso do valor de suas ações.

Os juros sobre capital próprio (JSCP) são calculados sobre o patrimônio líquido da empresa, constituindo uma forma alternativa de remuneração dos acionistas no Brasil, e foram criados pela Lei n.9.249, de 26 de dezembro de 1995. Essa Lei permitiu que parte dos proventos pagos aos acionistas fosse classificada como despesa financeira; diferentemente dos dividendos, a base de cálculo do Imposto de Renda da empresa é reduzida. O valor distribuído como juros sobre capital próprio pode ser imputado ao valor do dividendo mínimo

obrigatório. Porém, o montante pago fica limitado à variação prorata da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre o Patrimônio Líquido, 50% do lucro líquido antes do imposto de renda, excluindo-se o valor do próprio JSCP, ou a 50% dos lucros acumulados e reserva de lucros do exercício anteriores, o que for maior.

Essa possibilidade de distribuição de lucros sob a forma de JSCP é uma particularidade do mercado brasileiro, que o distingue de outros mercados importantes.

2.2 Teoria da Sinalização

A abordagem da informação assimétrica assume que os gerentes conhecem mais da empresa do que os seus acionistas, uma vez que aqueles estão inseridos no dia a dia da companhia, tendo, dessa forma, mais informação sobre a empresa. Os acionistas, por sua vez, têm acesso apenas às informações públicas da empresa, que podem ou não sintetizar o estágio atual da companhia. (Moreira, Filho e Garcia; 2012)

Neste contexto de informação assimétrica, ganha evidência a Teoria da Sinalização, na qual uma empresa pode enviar sinais, sejam eles positivos ou negativos, através de sua política de dividendos, podendo este ser um fator de discriminação entre companhias, capaz de alterar crenças e transmitir informações. Esta teoria estabelece algumas regras que permitem aos investidores entenderem um pouco mais o significado das mudanças nas políticas de dividendos. (Gonzalez; 1998)

Essa política consiste na decisão tomada pela administração da empresa com relação à quantidade do lucro líquido a ser retido na empresa e à parcela a ser distribuída aos acionistas e implicará na forma pela qual serão financiados os investimentos. Pagar mais dividendos significa reter menos lucros na organização e, portanto, significa, também, utilizar outra forma de financiar investimentos. (Loss e Neto; 2003). Portanto, a política de dividendos ótima faz um balanço entre os dividendos e o crescimento futuro, a fim de maximizar o preço das ações e, conseqüentemente, o valor da companhia. (Freire et al; 2005).

A sinalização de mercado é também um mecanismo que visa proteger os agentes econômicos dos problemas de seleção adversa em uma transação econômica. A seleção adversa surge quando as decisões de troca de um indivíduo informado dependem de suas informações privadas, de forma que elas afetam, de modo adverso, os participantes não informados do mercado. Ou seja, um problema de seleção adversa ocorre quando um agente

mantém uma informação privada antes de ter iniciado um relação, em que o principal não consegue distinguir o tipo de agente antes de firmar o contrato.

Nesse contexto, firmas se parecem similares aos investidores, mas na verdade têm valores distintos, podendo então serem superavaliadas ou sub-avaliadas. Para reduzir essa incerteza, a parte detentora de informação envia um sinal por meio de uma ação que seja observável pelo mercado, buscando sinalizar sua qualidade e o valor de seu produto. No entanto, deve-se ressaltar que a sinalização irá apenas resolver o problema da seleção adversa quando o sinal for o suficiente crível e acurado.

Pode-se constatar que em empresas com grande lapso de informação, ou seja, com poucas informações disponíveis ao mercado, a política de dividendos passa um maior volume de informação e dessa forma o preço das ações deve sofrer grandes alterações. Em mercados com pouca assimetria informacional, por sua vez, as mudanças na política de dividendos devem gerar pouco impacto nos preços. (Moreira, Tambosi Filho e Garcia; 2012)

Poderia essa então ser considerada uma maneira eficiente de passar informações num ambiente de assimetria. No entanto estudiosos afirmam que esta seria uma forma mais eficiente para transmitir ao mercado informações de empresas de pequeno porte, que têm poucas formas de transmitir informações e que em empresas de grande porte, que têm muitas alternativas, uma mudança na política de dividendos poderia não ser a forma mais econômica ou mais efetiva de fazê-lo, sendo mais eficientes e a transmissão fosse feita por meio de um simples relatório que apresentasse uma análise completa da companhia.

Cabe destacar que os sinais podem ter um papel irrelevante caso não seja confiável. Um sinal crível é aquele que não pode ser facilmente imitado pelos concorrentes, pois se não for sustentável o mercado perceberá e os preços se reverterão. Dessa maneira, política de dividendos praticada deve sempre estar associada à capacidade da empresa de gerar meios líquidos, para que os dividendos possam ser pagos aos acionistas e para evitar problemas financeiros futuros, Por fim, devem-se sempre ser encorajados pela gerência os sinais verdadeiros. (Loss e Neto; 2003)

Constata-se que valor dos dividendos torna-se estratégico ao passo que incrementá-los resultaria em um sinal positivo ao mercado, pois aumentaria a confiança no desempenho da entidade e em sua capacidade de gerar os fluxos de caixa a longo prazo. (Fonteneles et ali; 2012)

Por outro lado, o fato de pagar dividendos também pode ser interpretado como um sinal negativo para o mercado. Por exemplo, uma empresa que nunca tenha pago dividendos, mas que tenha registrado crescimentos extraordinários e altos retornos em seus projetos, ao começar a pagar dividendos, seus acionistas podem interpretá-los como um sinal de que os projetos da firma não são tão lucrativos como eram no passado. (Gonzalez; 1998)

Já a redução dos dividendos normalmente é interpretada como uma má notícia acerca das expectativas futuras e as firmas relutam em fazer isso. No entanto, tal redução pode ter um caráter benéfico, ao passo que pode significar que mais lucros serão retidos e que os dividendos serão incrementados futuramente, com a expectativa de lucros anormais, lucros estes considerados superiores ou acima da média. Deve-se então comparar o valor presente dos prováveis dividendos futuros e o valor presente dos dividendos recebidos investidos em outras atividades externas à empresa, dependendo deste resultado os acionistas escolhem se preferem receber os dividendos ou preferem que os lucros sejam retidos. (Gonzalez; 1998)

Apesar de todos acionistas desejarem a maximização do valor da firma, é importante ressaltar que cada investidor tem sua preferência individual, sendo que alguns podem preferir altos dividendos e outros preferem ganhos de capital, tal divergência de preferências chama-se efeito clientela e sugere que cada tipo de investidor tem uma prioridade. Portanto, a empresa deve considerar sua clientela a quando for determinar sua política de distribuição.

Deve ressaltar-se também que cada empresa está imersa em uma diferente realidade econômica e têm diferentes necessidades, além de que dentro da própria gerência existem posições a favor e contra o pagamento de dividendos e uma falta de consenso relação ao efeito dos dividendos. Diante destes fatos torna-se praticamente impossível determinar uma política de dividendos perfeita e que agrade a todos.

Cabe salientar que alguns sinais ao mercado podem tentar transmitir informações que não condizem com a realidade da empresa e podem gerar problemas aos investidores, ao passo que os gerentes podem tentar omitir situações desagradáveis alterando a política de dividendos e tentar passar uma imagem de sustentabilidade futura e crescimento dos fluxos de caixa.

2.3 Modelo de Burgstahler e Dichev

O modelo de Burgstahler e Dichev (1997) segue a linha dos modelos que ditam a influência de dados contábeis no processo de precificação dos ativos e determinação de seu valor de mercado. Tal pressuposto desenvolve-se também nos trabalhos nos modelos criados por Ohlson (1995) e Black-Scholes (1973), no entanto, cada modelo estabelece diferentes abordagens matemáticas e suposições teóricas.

Ohlson (1995) utiliza o Patrimônio Líquido e os Lucros Anormais como variáveis independentes para estimar o valor da empresa, enquanto que Black-Scholes (1973) calcula seu modelo com o valor do Ativo, Passivo Exigível e volatilidade da empresa. Em ambos os modelos os valores futuros são descontados pela taxa de juros livre de riscos. (Miranda; 2005)

A argumentação utilizada por Burgstahler e Dichev (1997) parte do pressuposto de que o valor patrimonial provê informação sobre o valor líquido dos recursos da empresa, e que o lucro fornece uma medida de valor que reflete os resultados específicos dessa empresa no emprego desses recursos. Dessa forma os lucros representam o determinante mais importante do valor da empresa, quando suas atividades correntes são bem sucedidas e existe a expectativa de que continuem assim no futuro; esta situação é observada, quando a relação preço /valor patrimonial é alta. Por outro lado, o valor patrimonial é mais importante, quando os recursos da empresa provavelmente serão adaptados para usos alternativos superiores, sendo esta situação observada quando a relação preço /valor patrimonial é baixa. (Silva, Lopez e Corrar; 2007).

Partindo dos pressupostos deste modelo, o valor da empresa depende de seu lucro e de seu valor patrimonial, podendo os recursos serem utilizados para diferentes projetos ou para a manutenção da atividade corrente. São elementos complementares para a determinação do valor da empresa neste modelo “o valor de adaptação” e o “valor dos recursos em operação”. O “valor de adaptação” representa o quanto devia ser despedido caso a empresa decidisse alterar suas atividades correntes e adaptá-los a usos alternativos, tais como mudanças nos produtos fabricados ou atividades externas à empresa. O “valor dos recursos em operação” poderia ser definido como o valor presente dos fluxos de caixa futuros caso fosse mantida a atividade corrente. Segundo os autores, informações sobre estes valores complementares podem ser obtidas no Balanço Patrimonial e refletem no preço das ações

Burgstahler e Dichev (1997) combinam lucro e valor patrimonial em um modelo de avaliação para o valor da ação. A principal predição desse modelo de avaliação é sua

convexidade, ou seja, (i) o valor da ação é função convexa do lucro, quando o valor patrimonial é mantido constante e, simultaneamente, (ii) o valor da ação é função convexa do valor patrimonial, quando o lucro é mantido constante. Os testes empíricos realizados pelos autores em referência confirmaram essas previsões. (Silva, Lopez e Corrar; 2007). A equação é apresentada a seguir:

$$P_i = \alpha + \beta_1 VPA_i + \beta_2 LPA_i + \varepsilon_i \quad \text{equação(1)}$$

Onde:

- P_i = preço da ação no instante i
- VPA_i = Valor patrimonial por ação no instante i
- LPA_i = lucro por ação no instante i
- ε = termo de erro
- β_1 e β_2 = coeficientes que se deseja obter

Visto que o objetivo deste trabalho é determinar a influência das variáveis sobre o Valor de Mercado da companhia e considerando que:

- ✓ Valor de Mercado (VM) = Preço na ação no instante i multiplicado pela quantidade de ações emitidas.
- ✓ Valor patrimonial por ação (VPA) = Patrimônio líquido dividido pela quantidade de ações emitidas.
- ✓ Lucro por ação (LPA) = Lucro dividido pela quantidade de ações emitidas.

Multiplicou-se então ambos lados da equação pela quantidade de ações emitidas e, dessa forma, adaptou-se as variáveis utilizadas para atender o objeto desta pesquisa.. Ignorando o termo de erro, a equação pode ser escrita da seguinte forma:

$$VM_i = \alpha + \beta_1 PL_i + \beta_2 LL \quad \text{equação (2)}$$

Em que PL refere-se ao valor do Patrimônio Líquido no instante i e L é o Lucro Líquido da empresa no instante i .

Teoricamente o valor da empresa calculado por esse modelos deveriam evidenciar os mesmos resultados, no entanto isto não ocorre devido a modelagem específica de cada um e podem apresentar resultados até mesmo conflitantes entre si.

Um aspecto a ser destacado é que nesta pesquisa serão utilizadas apenas as variáveis deste modelo e que os testes que aqui serão realizados buscam evidências se há realmente influência dessas variáveis na determinação do valor das empresas.

2.4 Estudos Empíricos

A política de dividendos tem sido foco de várias pesquisas acadêmicas desde a proposição de indiferença em relação à política de dividendos no valor da firma de Modigliani e Miller (1961) e da teoria oposta defendida por Lintner (1961). Diversos estudos nacionais têm sido desenvolvidos com o intuito de aprofundar as discussões sobre a política de dividendos e suas conseqüências no valor da ação e em sua lucratividade futura. Dentre estes estudos destacam-se alguns que foram utilizados como base teórica para este artigo e confirmam as divergências presentes neste campo de estudo relacionado à política praticada e seu poder de sinalização.

A maioria destes estudos conhecidos como estudos de evento, focaram-se na janela de evento, ou seja, se logo após o anúncio da distribuição de dividendos as ações obtiveram uma maior valorização e diversos outros focaram-se nas imperfeições do mercado, tais como o efeito dos impostos, assimetria da informação e o fenômeno da clientela.

Este estudo aborda a assimetria da informação focando na hipótese da sinalização, utilizando-se de dados históricos para analisar se os indicadores contábeis relacionados obtiveram uma influência no Valor da Companhia. Nesta abordagem deve-se levar em consideração que os indicadores e o Valor de Mercado não podem ser precisamente previstos e dependem de diferentes decisões organizacionais que não podem ser antecipadas, além de depender de fatores externos, como crises e euforias do mercado.

No entanto, em todos os trabalhos, as mudanças nos dividendos não são consideradas apenas ações irrelevantes que acontecem, já que geram informações ao mercado.

Novis Neto e Saito (2003) testaram a teoria da sinalização procurando determinar se o preço das ações varia após o pagamento de dividendos. Utilizaram uma amostra de 163 eventos ocorridos entre 1998 e 2000, segmentando a amostra de acordo com o *dividend yield* (retorno sobre os dividendos). Em seu estudo comprovaram a relação direta entre o *dividend yield* e retorno anormal acumulado dessas, ou seja, o retorno total medido pela soma da valorização das ações mais o valor recebido de dividendos pelo acionista é acima da média do

mercado, mesmo no período pós-pagamento dos dividendos; foi utilizado na pesquisa um período de 90 dias pós-pagamento. Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) realizaram um estudo semelhante com uma amostra menor e analisando um período pós-pagamento de 96 dias, os resultados foram similares e evidenciam uma preferência por ações com alto *dividend yield* em suas estratégias de investimento. Estes dois estudos não focaram em imperfeições do mercado.

Loss e Neto (2003) realizaram uma verificação dos resultados empíricos relacionados aos dividendos e a Hipótese da Sinalização. Os autores concluíram que há potencial de sinalização nos dividendos, mesmo que esta hipótese não seja irrefutável E que não há evidências empíricas conclusivas, ademais os administradores acreditam na capacidade dos dividendos de dar ao mercado informações sobre o lucro futuro da companhia.

Pietro Neto, Galli e Decourt (2011) também buscaram evidências de retornos anormais e retornos anormais acumulados após o anúncio da distribuição de proventos, na janela do evento. O mercado foi segmentado em duas categorias, em alta ou em baixa, e em três níveis de volatilidade, sendo então considerada a magnitude do provento e quando ele foi distribuído. Utilizaram como amostra as ações integrantes do Ibovespa de janeiro a abril de 2006. Os resultados evidenciaram a possibilidade de lucros maiores para os investimentos realizados após o anúncio da distribuição de dividendos e que este retorno foi correlacionado a quantidade de proventos distribuídos.

Um estudo nacional que destaca a irrelevância do indicador *yield* no retorno ação foi o de Bueno (2002) no qual buscou “verificar a relação entre *dividend yields* e as taxas de retornos das ações, bem como a viabilidade de uma estratégia baseada em *dividend yields* históricos”. Para tal utilizou-se das taxas de retorno das ações brasileiras, no período entre junho de 1994 a dezembro de 1999 e de *dividends yields* históricos, dividindo a amostra em três categorias, com alto, baixo e zero *yields*. O resultado de seu estudo foi que não existiria relação linear entre o *dividend yield* e a taxa de retorno da ação e que não é possível demonstrar, usando o método empírico aplicado, esta relação. Não foram encontradas, dessa forma, evidências de que os analistas podem utilizar-se do *dividend yield* como um dos instrumentos para identificar boas oportunidades no mercado.

Já Moreiras, Tambosi e Garcia (2012) buscaram determinar se a informação assimétrica seria reduzida nas empresas que adotavam práticas corporativas adicionais às exigidas pela CVM enquadrando-se no Novo Mercado. Para tal centraram a análise na política de dividendos e realizaram um estudo de evento na primeira distribuição de

dividendos e na interrupção na distribuição de dividendos. Constataram que empresas tradicionais reagem mais às mudanças confirmando a teoria da sinalização, no entanto, o mesmo não se pôde comprovar nas empresas do Novo Mercado. Esse resultado confirma que em ambientes com menos informações assimétricas e com empresas mais transparentes as mudanças na política de dividendos possuem um menor impacto. Iaquipaza, Lamounier e Amaral (2006) constataram que quanto menor for a assimetria das informações, menor a relevância dos dividendos, resultado semelhante que também confirma a hipótese da sinalização.

A outra parte da pesquisa buscou a relação de valores contábeis presentes nas demonstrações financeiras e o valor da empresa. As variáveis utilizadas encontram-se presentes nos modelos de precificação das empresas baseadas em valores contábeis, tendo sido feita uma revisão bibliográfica referente a esta abordagem específica. Dentre os estudos destacam-se o de Silva e Fávero (2007), no qual os autores, através de uma análise em importantes Bolsas de Valores mundiais, buscam verificar a efetividade das informações contábeis. Para isso utilizaram diversos índices contábeis, dentre eles o dividend yield, e identificaram relevância de determinados dados à uma valorização, como o EBTIDA. Reis e Costa (2009) verificaram se a importância da informação contábil se alterava durante as crises no Brasil, evidenciou-se que durante as crises o valor informacional do Patrimônio Líquido elevou-se, enquanto o do lucro não se alterou.

Santana e Cassuce (2012) verificaram o papel da contabilidade de reduzir a assimetria informacional. Utilizaram o Lucro antes de Juros e Imposto de Renda e o Patrimônio Líquido como variáveis para a regressão. Concluíram que o PL teria uma influência mais significativa na determinação dos preços e que a contabilidade reduz a assimetria informacional.

3 METODOLOGIA

3.1. Amostra

Com o objetivo de pesquisar o mercado brasileiro a amostra utilizada é composta pelas ações das empresas presentes no índice IDIV da Bovespa&BMF correspondendo às empresas que apresentaram os maiores valores de *dividend yield* nos últimos 24 meses anteriores à seleção da carteira e que não estão em recuperação judicial ou falência. Lista, dessa forma, as ações das empresas que ofereceram aos investidores maiores retornos financeiros por meio de dividendos e juros sobre o capital próprio. A carteira é atualizada a cada quatro meses. (BM&FBOVESPA, 2013).

Deste modo, foi obtida a listagem, em ordem decrescente do *dividend yield* acumulado no período, das empresas que, em 24 de Setembro de 2013, integravam a Carteira Teórica IDIV, na Bolsa de Valores de São Paulo. O quadro com as empresas integrantes do índice encontra-se no Anexo.

Os indicadores de mercado e os dados contábeis foram retirados do software Economática e compreendem dados *cross-section* de 30 de junho de 2013. Todos os dados de preço utilizados pelo sistema da Economática para o cálculo desses indicadores estavam devidamente ajustados quanto aos proventos distribuídos pelas empresas emissoras. Esta mesma fonte de informação é utilizada em diversos estudos empíricos realizados no Brasil, tal como Fonteneles et ali (2012) e Iquiapaza Lamounier e Amaral (2008).

A partir da revisão da literatura realizada foram excluídas da amostra, à semelhança do efetuado nos estudos de Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), e Iquiapaza Lamounier e Amaral (2008), Perobelli, Zanini, Santos (2008), as instituições financeiras integravam o IDIV. Esta exclusão justifica-se pelas peculiaridades que este setor de atividade apresenta, como características específicas de estrutura de capital e estrutura de contas, regulação divergente do setor e a disponibilidade de certos indicadores. Desta forma foram excluídas as ações das empresas ABC Brasil, Brasil, Banrisul, BR Insurance, BMF&Bovespa, Porto Seguro, Santander e Sulamerica; a amostra final conteve trinta ações.

3.2. Especificação do modelo de regressão linear múltipla

O objetivo deste item é apresentar a metodologia utilizada para discutir a questão apresentada.

Considerando os objetivos deste estudo, uma análise de regressão múltipla foi utilizada com a intenção de desenvolver um modelo de previsão e verificar se o conjunto de variáveis ditas explicativas podem influenciar uma variável dependente. Em síntese, por meio de uma análise quantitativa, procurou-se descobrir quais das quatro variáveis selecionadas segundo a revisão da literatura sobre a temática e da disponibilidade dos indicadores relacionados com o objeto em estudo, são mais relevantes à uma valorização da empresa.

Duas questões principais foram observadas em termos da aplicação da regressão múltipla nesse estudo: (1) adequação do problema de pesquisa; (2) seleção das variáveis dependentes e independentes.

Deste modo, utilizando como base estudos empíricos com objetivos análogos, como de Santana e Cassuce (2012) e Reis e Costa (2009), o modelo empírico a estimar terá uma configuração onde Valor de Mercado será uma função de um conjunto de variáveis específicas à empresa, resultando num modelo em que o Valor de Mercado i num determinado período, designado por Y_i , é obtido pela seguinte expressão:

$$Y_i = \alpha + X_i \beta + \varepsilon_i \quad \text{equação (3)}$$

Onde X_i representa o vetor dos indicadores de cada empresa observados num dado momento e ε_i representa os erros do modelo. Relativamente α e β , representam os parâmetros desconhecidos do modelo que se pretendem estimar.

3.3. Variáveis Utilizadas

O estudo utilizará uma abordagem selecionando alguns dos principais números da contabilidade e alguns dos principais indicadores de mercado, amplamente utilizados nas análises das demonstrações financeiras de modo a identificar quais indicadores e grupos de indicadores explicam melhor o valor da companhia. O modelo utilizado neste trabalho mescla variáveis presentes em diferentes estudos acadêmicos referentes à Teoria da Sinalização e nos modelos que buscam evidências da relevância da contabilidade nos mercados.

Cabe ressaltar que nesta pesquisa o termo dividendo estará se referindo a proventos, termo este utilizado para referir-se ao pagamento de dividendos e Juros Sobre Capital Próprio, dada as especificidades da legislação brasileira.

Variável dependente

A variável dependente utilizada nesta pesquisa foi o Valor de Mercado da empresa, obtido através da multiplicação da cotação de fechamento da ação pela quantidade de ações da empresa. Para o cálculo do Valor de Mercado a quantidade de ações é ajustada pelas emissões de ação como ofertas públicas e subscrições entre a data do demonstrativo do qual se extraiu a quantidade de ações e a data para a qual se está calculando o Valor de Mercado. Esta variável possibilita analisar a valorização do preço da ação e serve como parâmetro de comparação entre companhias do mesmo setor. É uma medida em escala monetária que o mercado determina como referência para uma eventual oportunidade de compra ou de venda.

O Valor de mercado (VM) é muito utilizado em estudos com mesmo objetivo e assume o papel de variável dependente nos modelos de Ohlson (1995) e Burgstahler e Dichev (1997), surgindo como uma alternativa para as pesquisas referentes ao papel de informações contábeis no processo de precificação da empresa.

Variáveis Independentes

Tendo por base a revisão de literatura efetuada, constata-se que são vários os indicadores econômicos e financeiros que podem influenciar nas mudanças no Valor de Mercado das companhias.

O primeiro indicador utilizado foi o *dividend yield* (DY) e mede a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações. É um importante indicador de *performance* das empresas e é calculado como os dividendos pagos por ação dividido pela cotação de mercado da ação em determinado período; a taxa é descrita em termos de porcentagem. Teoricamente, poderia-se dizer que quanto maior o *dividend yield*, melhor está sendo sua política de distribuição de lucros. Se a empresa paga muitos dividendos a seus acionistas ela terá um alto percentual de DY, o que poderia ser considerado como um sinal positivo.

Este estudo utiliza como amostra as empresas que obtiveram maiores *dividend yields* nos 24 meses subsequentes à composição da carteira IDIV, dessa maneira, este é um importante indicador neste trabalho, visto que diversos estudos buscam identificar se ele pode, ou não, influenciar o no valor de mercado da companhia.

Diversos estudos já abordaram se há alguma influência do *dividend yield* no preço das ações e, conforme visto anteriormente, há opiniões distintas sobre sua relevância. Estudos como o de Bueno (2002) concluiu que não haveria relação direta entre o DY e o retorno

anormal das ações, enquanto Kuronuma, Luchessi e Famá (2004) e Novis Neto e Saito (2003) afirmam que quanto maior o DY, maior o retorno da ação.

A segunda variável independente utilizada foi o Dividendo Pago por Ação (DPA), sendo este o resultado da soma dos dividendos pagos pela empresa dentro de um determinado período sobre o número de ações emitidas. Este indicador está diretamente relacionado com o *dividend yield*, porém não varia conforme o preço da ação. Ignora, assim, possíveis imperfeições no mercado, que pode sobrevalorizar ou sobrevalorizar ações e gerar problemas de interpretação, como, por exemplo, um alto DY pode significar que o preço da ação está muito baixo e pode refletir algum problema na empresa. Este indicador é muito relevante a esta pesquisa, pois está intimamente relacionado com o tema proposto, que busca determinar se aumentos nos dividendos influenciam no valor da firma.

As duas variáveis posteriores, compostas por dados contábeis, encontradas no Balanço Patrimonial e no Demonstrativo de Resultado, são elas o Patrimônio Líquido (PL) e o Lucro Líquido (LL), respectivamente. Há uma controvérsia em relação à sua relevância na determinação do valor da empresa e este estudo pretende aprofundar esta discussão ao trabalhar com estes dados presentes nos modelos de Ohlson (1995) e Burgstahler e Dichev (1997) e procurar diferentes evidências que poderão fornecer novas formas de interpretação.

Estas variáveis estão presentes em modelos que buscam a relação entre a informação contábil e a precificação das empresas e foram utilizadas em trabalhos como o de Silva e Fávero (2007), Reis e Costa (2009).

3.4. Especificação do modelo a estimar

Tendo em consideração as variáveis, dependente e independentes, assim como o modelo empírico especificado, construiu-se o modelo econométrico a estimar. A metodologia econométrica adotada traduz-se no método dos mínimos quadrados ordinários com desvios-padrão robustos. Este método revela-se adequado para evitar problemas de heteroscedasticidade.

Deste modo, o modelo a estimar traduz-se em:

$$VM_i = \alpha + \beta_1 DY_i + \beta_2 DPA_i + \beta_3 PL_i + \beta_4 LL_i + \epsilon_i \quad \text{equação (4)}$$

Onde o coeficiente α representa o valor da constante e os coeficientes β_1 , β_2 , β_3 e β_4 representam o efeito sobre o VM de cada um dos indicadores específicos a cada empresa. O termo de perturbações ϵ_i representa a variação do VM não explicada pelos quatro indicadores específicos à empresa considerados neste estudo.

Espera-se que os coeficientes β_1 , β_2 , β_3 e β_4 sejam positivos, ou seja, espera-se que um aumento (diminuição) em qualquer uma das variáveis causem um aumento (diminuição) no valor de mercado das empresas, pois valores maiores indicam uma melhor condição financeira e uma política de dividendos mais arrojada da empresa.

4 ANÁLISE E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

O Quadro 2 demonstra os resultados obtidos com a análise de regressão.

Quadro (2) – Estatísticas da regressão.

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>
Constante	4,76E+09	2,66E+09	1,787
DY	-3,57E+08	2,63E+08	-1,3557
DPA	6,61E+08	1,98E+09	0,3329
PL	0,0865173	0,0363765	2,3784 **
LL	18,477	0,954632	19,3551 ***
R² = 96,91%			

Obs.: Os desvios-padrão são robustos para a heteroscedasticidade de White;

*** significativo a 1%

** significativo a 5%

O R Quadrado (R^2), ou coeficiente de determinação, possui a capacidade de explicar o modelo e, nesse caso, tal medida constata que 96% da variável dependente Valor de Mercado é explicada pelo conjunto das variáveis explicativas Dividend yield, Dividendo por ação, Patrimônio Líquido e Lucro Líquido. Observa-se que o valor do R^2 é bastante elevado, especialmente pelo fato de apenas quatro variáveis conseguirem explicar 96% das variações no Valor de Mercado de uma empresa, ressaltando que inúmeros outros fatores podem influenciar a precificação de uma empresa. No entanto, deve-se ressaltar que as variáveis utilizadas eram não-aleatórias e há indícios de problemas de multicolinearidade no modelo, ou seja, existência de altas correlações entre as variáveis explicativas, dessa forma, não é possível afirmar que o modelo apresentado é correto, sendo o resultado não confiável.

Os valores observados dos coeficientes e da estatística t das variáveis patrimônio líquido (PL) e do lucro líquido (LL) confirmaram um efeito positivo para o período estudado, permitindo inferir que o patrimônio e o lucro possuem poder explicativo sobre o valor de mercado da empresa, confirmando o que foi observado através de estudos empíricos que relacionam a contabilidade e o mercado financeiro, como o de Reis e Costa (2009). Os valores de t permitem rejeitar a hipótese nula de não significância dos parâmetros a 5%, na qual β_1 , β_2 , β_3 e β_4 são conjunta ou simultaneamente iguais a zero, uma vez que apresentaram índices de t iguais a 2,3784 e 19,3551, respectivamente

O resultado evidencia a relevância das informações contábeis na precificação das empresas e sua capacidade de reduzir a assimetria informacional no mercado de capitais.

Conforme os resultados acima, as variações no Lucro Líquido têm um efeito maior nos preços de mercado do que as variações no Patrimônio Líquido, conclusão divergente do encontrado por Santana e Cassuce (2012), na qual a informação do patrimônio líquido teria um poder explicativo maior. De uma forma mais abrangente, os preços são mais sensíveis aos dados aos dados de resultado do que do balanço e o investidor valoriza ações de empresas que geram maiores fluxos de caixa. Assim, pode-se dizer que o mercado considera que o Lucro é mais robusto para formar expectativas e prever o valor da empresa. Neste estudo não houve distinção entre o setor de atuação das empresas, mas, de modo geral, os preços respondem mais acentuadamente às mudanças nos lucros.

Relativamente às variáveis DY e DPA, há evidência estatística de efeitos não significativos sobre o Valor de Mercado. Os resultados obtidos sugerem assim que a rentabilidade dos dividendos e a quantidade de dividendos distribuídos por ação não influenciam significativamente no Valor de Mercado da empresa. No estudo do DY o coeficiente aferido comportou-se com sinal negativo, mas o resultado apresentado não pode ser considerado significativo. Sugere-se então que, contrariamente ao defendido em diversos estudos empíricos, a política de dividendos de uma empresa num determinado exercício econômico não é capaz de explicar o preço das ações.

Dessa forma, os resultados obtidos no presente estudo contrariam os obtidos por Novis Neto e Saito (2003) e Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) que, incidindo igualmente sobre o mercado brasileiro, constataram a existência de um efeito positivo do *dividend yield* sobre o preço das ações e seu retorno acumulado, advindo dos ganhos de capital e dos dividendos recebidos e vão ao encontro do obtido por Bueno (2002), que destaca ser irracional uma estratégia de investimento baseada na análise do DY previamente divulgado.

Além disso, contraria o proposto por Lintner (1962), que sugere que há uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o objetivo de verificar se as informações a respeito dos dividendos e sua rentabilidade, do lucro e do patrimônio das empresas do índice IDIV da BM&FBOVESPA no momento de sua divulgação contribuem para reduzir a assimetria informacional entre o mercado e essas empresas, este estudo estimou uma regressão linear dos valores de mercado de entidades não- financeiras contra seus respectivos valores do *dividend yield*, dividendo por ação, Lucro Líquido e Patrimônio Líquido.

Foi verificado que ambas as contas presente na Demonstração de Resultado e no Balanço Patrimonial são relevantes para explicar os preços de mercado no período, sendo que a sensibilidade em relação aos valores do Lucro Líquido é maior. Assim, o lucro é visto como melhor indicativo do retorno futuro de uma empresa, em detrimento do patrimônio.

Dessa forma, conclui-se que, nesse período, a contabilidade foi eficiente em diminuir a assimetria de informação entre a empresa e os agentes, contribuindo com o melhor funcionamento do mercado e demonstrando o poder de sinalização da informação contábil.

Verificou-se também, para amostra e período estudados, que os valores dos indicadores relativos à política de dividendos, o *dividend yield* (DY) e o dividendo por ação (DPA), não possuem valor informativo significativo para análise e precificação das empresas. Desta forma, este trabalho contribui para a literatura por trazer informações que podem auxiliar na compreensão das particularidades deste tema e vai ao encontro do proposto na teoria da Irrelevância dos Dividendos de Modigliani e Miller (1961), na qual o valor de mercado seria mensurado a partir dos lucros produzidos e não da forma que eles são divididos entre dividendos e retenções, sendo irrelevante a natureza do financiamento para o valor da empresa, estando inclusa, neste contexto, a política de dividendos adotada. Os autores afirmam que o valor da empresa é determinado pela política de investimento e pelo retorno proporcionado por seus ativos.

O estudo efetuado constitui um passo para averiguar quais os fatores susceptíveis de influenciar a precificação das empresas. Contudo, contém limitações que futuras pesquisas deverão tentar ultrapassar. A reduzida dimensão da amostra e os dados *cross-section* sobre o qual incide o estudo traduz-se na principal limitação, inviabilizando a generalização dos resultados.

REFERÊNCIAS

- BM&FBOVESPA. Índice de dividendos – IDIV. BM&FBOVESPA, 2013. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IDIV&Idioma=pt-BR>>. Acesso em: 12 set. 2013.
- BRASIL. Lei n. 6404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível: <http://www.planalto.gov.br/> Acesso em: 15 out. 2013.
- BUENO, A. F. Os dividendos como estratégias de investimentos em ações. *Revista de Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 13, n. 28, p. 39-55, 2002
- ECONOMÁTICA. <http://www.economica.com.br>. Acesso em: 18 set 2013
- FAMÁ, R.; IOVINE, A. O que revelam os estudos publicados no Brasil sobre política de dividendos?. *RAE*, v. 52, p. 1-15, 2012.
- FONTELES, I. V.; et al. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. In: VI Congresso ANPCONT. 2012, Florianópolis. Anais... Florianópolis: FURB, 2012.
- FREIRE, H. V. L; ZATTA, F. N; DALMÁCIO, F. Z; LOUZADA, L. C; NOSSA, V. Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. *Revista de Contabilidade & Finanças*, v. 16, n. 39, p. 47-67, 2005.
- GONZÁLEZ, P. G. As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos – FIPECAFI*, v. 10, n. 19, p. 70-81, set./dez. 1998.
- IQUIAPAZA, R. A; LAMOUNIER, W. M; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. *Anais eletrônicos*. Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1472.pdf. Acesso em 8.10.2013.
- KURONUMA, A. M; LUCCHESI, E. P; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados no período pós pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 4, 2004, São Paulo. *Anais eletrônicos*. São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org>. Acesso em: 4 out. 2013.
- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review Economics and Statistics*, v. 44, n. 3, p. 243-269, Aug.1962.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, n. edição comemorativa, p. 39-53, out.2003.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n.4, p. 411-433, 1961.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco; TAMBOSI FILHO, Elmo e GARCIA, Fabio Gallo. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. *Rev. Adm. (São Paulo)* 2012, vol.47, n.4 ISSN 0080-2107.

MIRANDA, J. H. Abordagem da precificação de empresas de acordo com o modelo de Ohlson e a equação para cálculo de opções de Black, Scholes e Merton. In: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 4º, 2006, Vitória-ES. Anais... Vitória; FUCAPE, 2006.

NOVIS NETO, J. A; SAITO, R. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *RAUSP-Revista de Administração*, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.

PIETRO NETO, José de; GALLI, Oscar Claudino; DECOURT, Roberto Frota. Proventos. A teoria da Sinalização: variações de mercado. *Revista de Administração FACES Journal*, v.11, n.4, p.150-168, 2011.

REIS, D.; COSTA, F. A relevância da informação contábil em período de crises macroeconômicas. In: III IAAER-ANPCONT, 3, 2009, São Paulo. São Paulo: ANPCONT, jun. 2009.

SANTANA, V. F.; CASSUCE, F. C. C. A relevância da Contabilidade no mercado de capitais brasileiro pela reação dos preços ao lucro e ao patrimônio. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 23, n. 2, p. 83-100, 2012

SILVA Jr. T. D.; LOPES, A. B.; CORRAR, L. J. Avaliação empírica do modelo Burgstahler e Dichev no Mercado Brasileiro. *RAC*, 2a, edição Especial, p. 145-161, 2007.

SILVA, R. F. ; FÁVERO, L. P. L. . O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: 4º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007, São Paulo. 4º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2007.

ANEXO

Quadro (1) – Empresas integrantes do IDIV em 24/09/2013.

Código	Ação	Tipo
ABCB4	ABC BRASIL	PN N2
AUTM3	AUTOMETAL	ON NM
BBAS3	BRASIL	ON EJ NM
BRAP4	BRADESPAR	PN N1
BRIN3	BR INSURANCE	ON NM
BRSR6	BANRISUL	PNB N1
BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM
CESP6	CESP	PNB N1
CIEL3	CIELO	ON EDJ NM
CMIG3	CEMIG	ON N1
CMIG4	CEMIG	PN N1
COCE5	COELCE	PNA
CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM
CSNA3	SID NACIONAL	ON
ELET3	ELETROBRAS	ON N1
ELET6	ELETROBRAS	PNB N1
ELPL4	ELETROPAULO	PN N2
ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM
GETI3	AES TIETE	ON
GETI4	AES TIETE	PN
GRND3	GRENDENE	ON NM
LEVE3	METAL LEVE	ON NM
LIGT3	LIGHT S/A	ON NM
MPLU3	MULTIPLUS	ON NM
NATU3	NATURA	ON NM
OIBR3	OI	ON N1
OIBR4	OI	PN N1
PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM
SANB11	SANTANDER BR	UNT N2
STBP11	SANTOS BRP	UNT N2
SULA11	SUL AMERICA	UNT N2
TAEE11	TAESA	UNT N2
TBLE3	TRACTEBEL	ON NM

TRPL4	TRAN PAULIST	PN N1
VALE3	VALE	ON N1
VALE5	VALE	PNA N1
VIVT4	TELEF BRASIL	PN
VLID3	VALID	ON NM

(www.bmfbovespa.com.br)