



Munich Personal RePEc Archive

Asymmetric Information and Dividends Payment at Bovespa

Robert Iquiapaza and Wagner Lamounier and Hudson
Amaral

Centro de Pós- Graduação e Pesquisas em Administração - CEPEAD

30. September 2006

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/1673/>
MPRA Paper No. 1673, posted 6. February 2007

Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos na Bovespa

Asymmetric Information and Dividends Payment at Bovespa

Robert Aldo Iquiapaza (NUFI/CEPEAD/UFMG)
Wagner Moura Lamounier (NUFI/FACE/UFMG)
Hudson Fernandes Amaral (NUFI/CAD/UFMG)

Resumo: Nesta pesquisa avalia-se o efeito da assimetria de informações, os custos de agência e a estrutura de propriedade sobre a determinação do pagamento de proventos em dinheiro. Utilizou-se o modelo de regressão para dados censurados (Tobit), dando consistência às estimações com o índice de *payout* truncado em zero. Consideraram-se os demonstrativos de uma amostra de 178 empresas de capital aberto cotadas na Bovespa, no período de 2000-2004. Constatou-se que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta com as possibilidades de crescimento, o porte, o resultado de caixa, a diminuição do endividamento da empresa e a adesão da empresa aos níveis de governança. Empresas com ADRS na NYSE, ou menor assimetria de informações, pagam menores proventos, o que é consistente com a hipótese de sinalização. Verificou-se uma relação negativa do pagamento de proventos com as oportunidades de crescimento e positiva com o fluxo de caixa, como previsto pela hipótese de hierarquia das fontes. Finalmente, após o controle da assimetria de informações, a concentração de propriedade pelo controlador (*insider*) apresentou uma relação negativa com a política de proventos.

Palavras-chave: Proventos; assimetria de informações; custos de agência; estrutura de propriedade.

Abstract: In this research it is evaluated the effect of the asymmetry information, the agency costs and the property structure in the determination of the dividend payments. The Tobit regression model was used for censored data, giving consistence to the estimates with the payout index truncated at zero. They were considered the statements of 178 open companies quoted at Bovespa, in the period of 2000-2004. It was verified that the probability of dividend payments increases with the growth possibilities, the size, the cash flow, the decrease of the company's debt and the adhesion of the company to the governance levels. Companies with ADRs at NYSE, or with smaller asymmetric information, pay smaller dividends, what is in line with the signaling hypothesis. It was verified a negative relationship of the dividend payments with the growth opportunities and positive with the cash flow, as foreseen by the pecking order hypothesis. Lastly, after controlling by asymmetric information, the property concentration for the controller (*insider*) presented a negative relationship with the dividends policy.

Keywords: Dividends; asymmetric information; agency costs; property structure.

1 INTRODUÇÃO

Na política de financiamento das empresas, a política de dividendos tem merecido inúmeros estudos que visam esclarecer sua importância e suas conseqüências para a empresa e para o investidor. A política de dividendos é um tema central; não se trata apenas de uma decisão sobre quanto pagar aos acionistas, mas, sobretudo, de uma decisão sobre quanto do lucro gerado ficará retido na empresa, bem como sobre os motivos para tal retenção.

Apesar da extensa pesquisa empírica sobre a política de dividendos, ainda não se conhece perfeitamente como as empresas definem essas políticas. Na teoria financeira é possível distinguir diferentes hipóteses de porque as empresas pagam dividendos. Miller e Modigliani

(1961) foram os precursores da hipótese da irrelevância, para firmas financiadas com 100% de capital próprio, num mundo de mercados de capitais perfeitos. De acordo com esta proposta, o que determina o valor de mercado da firma seria somente a política de investimentos, isto é, os fluxos de caixa futuros gerados pelos ativos da empresa.

Mas, quando se reconhece a presença de imperfeições de mercado, segundo Deshmukh (2005) as diversas explicações para a política de dividendos podem ser classificadas ao menos em três categorias: assimetria de informações, custos de agência e custos de transação.

A *assimetria de informações* tem recebido uma especial atenção, proporcionando uma explicação para a sinalização dos dividendos (Bhattacharya, 1979; Miller e Rock, 1985). Na hipótese de sinalização, a pesquisa empírica sugere que quando há assimetria de informações os dividendos são potencialmente utilizados como sinalizadores dos lucros correntes e futuros da empresa, possivelmente por boas oportunidades que são conhecidas somente pelos gestores. Assim, existiria uma relação positiva entre a modificação nos preços e o sinal da alteração de dividendos, ou seja, seria possível utilizar as variações de dividendos para projetar variações nos lucros futuros.

A *hipótese de hierarquia das fontes*, formalizada por Myers e Majluf (1984) sugere que a empresa pode minimizar os *custos de transação* ou de emissão de novas ações, para levantar capital no mercado, restringindo o pagamento de dividendos àqueles recursos que não serão utilizados para investimento. Rozeff (1982) identificou uma relação negativa entre as oportunidades de investimento e o índice de *payout* (dividendos/lucro líquido).

Os *problemas de agência* também originam custos ao constituírem uma fonte transferência de riqueza de credores para os acionistas. Essa transferência pode ser originada na aceitação de projetos de alto risco-retorno pelos gerentes, em suas falhas na seleção de projetos que agreguem valor, e no consumo excessivo de *perquisite*. Rozeff (1982) e Easterbrook (1984) concluíram que uma maior distribuição de dividendos pode ser uma forma de reduzir os custos de agência.

Outro aspecto importante em relação aos dividendos é a sua regulamentação, especialmente a sua tributação. No Brasil a legislação tributária sobre dividendos e ganhos de capital sofreu importantes modificações nas décadas passadas (1988-1989 e 1994-1995). Esta última mudança determinou que os dividendos distribuídos após 1996 tivessem alíquotas de impostos menores que aquelas para ganhos de capital, além de instituir os juros sobre o capital próprio (JSCP) como forma alternativa de remuneração direta aos acionistas. Os JSCP são contabilizados como despesa financeira e seu montante pôde ser descontado do lucro passível de imposto de renda em 1996. No cenário atual brasileiro, distribuir os resultados diretamente aos acionistas pagando JSCP ou dividendos é mais vantajoso que distribuir os resultados indiretamente aos acionistas via recompra de ações (Silva, Lima e Brito, 2005). Assim, percebe-se um aumento no número de empresas que começaram a distribuir seus resultados de forma direta. Em 2003, segundo Silva, Lima e Brito (2005) 59% das firmas brasileiras distribuíram seus resultados via dividendos ou juros sobre o capital próprio.

No presente estudo se realiza uma análise empírica da política de dividendos no Brasil fundamentada na consideração da assimetria de informações. Especificamente, o estudo das implicações da teoria da hierarquia das fontes - *pecking order* (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984) sobre a política de dividendos. Segundo Myers e Majluf (1984) na presença de assimetria de informações uma empresa pode sub-investir em determinadas situações. O sub-investimento aparece quando a empresa não tem fundos para financiar novos investimentos e não quer afrontar os prêmios de *seleção adversa*¹, originados na assimetria de informações, nas novas emissões de capital. Estes autores sugerem que uma empresa pode reduzir o sub-investimento financiando novos projetos com reservas de caixa acumulados através da retenção dos lucros (ou reduzindo os dividendos). Assim, esta hipótese de hierarquia de fontes

sugere que quanto maior é o nível de assimetria de informações menores serão os dividendos; isto é, esta predição contesta as implicações dos modelos de sinalização. Miller e Rock (1985) desenvolveram um modelo no qual maiores dividendos estão associados com maiores lucros. Esse modelo implica que, mantendo outras variáveis constantes, o valor dos dividendos pagos como sinal aumenta com o nível de assimetria de informações entre empresa e investidores. Assim, na presença de assimetria de informações, a predição da hipótese de hierarquia das fontes está em contraposição com a hipótese de sinalização sendo, porém, importante distingui-las no contexto brasileiro. Sua relevância também está sustentada na explicação do comportamento da política de dividendos, caracterizado por um importante crescimento do índice de *payout* nos últimos anos (Silva, Lima e Brito, 2005).

O objetivo principal da presente pesquisa é analisar através de um modelo empírico o efeito da assimetria de informações sobre a política de dividendos. Os objetivos específicos são: analisar empiricamente as predições da hipótese de hierarquia das fontes e da hipótese de sinalização, conjuntamente com os custos de agência e o efeito da estrutura de propriedade sobre a determinação da política de dividendos nas empresas. Para tal consideraram-se os demonstrativos de uma amostra de empresas cotadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 2000 a 2004.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 As teorias de política de dividendos

A política de distribuição de resultados ou de dividendos é a maneira pela qual uma parte dos lucros gerados pela empresa são repassados aos seus acionistas ao longo do tempo. O termo dividendo geralmente refere-se à distribuição de lucros aos acionistas. Se um pagamento for feito com outras fontes que não lucros correntes ou lucros retidos acumulados, o termo usado é distribuição. No Brasil, a partir de 1995, foram introduzidos os juros sobre o capital próprio (JSCP) como forma de remunerar aos acionistas. Assim o termo proventos é geralmente utilizado para referir-se ao pagamento de dividendos e de JSCP. Nesta pesquisa, salvo que se indique explicitamente o contrário, o termo dividendo estar-se-á referindo a proventos.

2.1.1 A teoria da relevância da política de dividendos

A teoria da análise de investimentos considera os dividendos como fatores essenciais na determinação do valor das ações. Assim, o investidor seria favorável à distribuição de dividendos generosos e contrários aos dividendos reduzidos. Nesse caso, considera-se como prática normal avaliar as ações ordinárias a partir da análise da fração dos lucros pagos em dividendos (índice de *payout*).

Na moderna teoria de política de dividendos ou de remuneração aos acionistas, destaca-se o trabalho de Lintner (1956) que entrevistou executivos de empresas norte-americanas e mostrou que eles se preocupavam com a estabilidade dos dividendos, indicando o lucro como principal determinante nas mudanças do nível de dividendos.

O pressuposto fundamental da teoria da relevância, cujos defensores iniciais foram Lintner (1956) e Gordon (1959), é de que o preço de mercado das ações das empresas é diretamente proporcional ao aumento na distribuição de dividendos. Isso porque, quando são distribuídos dividendos elevados, os investidores exigem uma taxa de retorno menor. Sob essa perspectiva, os investidores são avessos ao risco, preferindo, então, dividendos correntes a ganhos de capital, visto que isso diminui o seu grau de incerteza quanto aos fluxos de lucros futuros, argumento que também é conhecido como a “teoria do pássaro na mão”. Entretanto, ao analisar esta teoria, Miller e Modigliani (1961) mostraram que, em mercados de capitais perfeitos, a política de dividendos é irrelevante para a maximização da riqueza dos acionistas.

2.1.2 A teoria da irrelevância da política de dividendos

Miller e Modigliani (1961) elaboraram argumentos contrários às premissas de que as empresas podem afetar o valor de suas ações com a adoção da política de dividendos. Segundo eles, dada a política de investimentos da firma, a política de pagamento de dividendos não afetará nem o preço das suas ações nem o retorno total dos seus acionistas. Logo, não existe uma política de dividendos que seja melhor do que qualquer outra para a empresa. Nesse contexto, os investidores seriam capazes de “criar” a sua própria política de dividendos compondo uma carteira de títulos, conforme suas preferências de ações que pagam ou não dividendos (clientelas). O argumento chave de Miller e Modigliani (1961) está na premissa de completa independência entre as decisões de investimento e a política de dividendos.

Também deve considerar-se que a irrelevância da política de dividendos é mantida somente se as decisões de investimento não são afetadas pelo conflito de interesses entre os administradores da firma e seus acionistas. Ainda, a principal objeção que se faz aos argumentos de irrelevância da política de dividendos refere-se ao fato de os seus defensores terem se baseado nos pressupostos de um mercado de capitais perfeito e eficiente. Assim, como sustentam Lease *et al.* (2000), apesar da argumentação de Miller e Modigliani (1961) ser bem fundamentada, eles ignoraram muitos fatores significativos existentes na prática dos mercados. Principalmente quando se consideram mercados emergentes (em desenvolvimento) como o brasileiro.

Quando estão presentes imperfeições como problemas de agência e assimetria de informações entre a empresa e os investidores, quando há custos de transação e de corretagem na compra e na venda de ações, e também, alíquotas diferenciadas de imposto de renda incidindo sobre dividendos e ganhos de capital, os investidores podem não se mostrar tão indiferentes quanto ao recebimento de dividendos correntes ou de ganhos de capital (Lease *et al.*, 2000).

2.1.3 Assimetria de informações e política de dividendos

As diferentes explicações dos pesquisadores em relação às oscilações nos preços das ações em períodos pós-pagamentos de dividendos atestam a grande dificuldade em isolar as imperfeições do mercado. Dentre as principais imperfeições do mercado já estudadas, destaca-se a assimetria de informações, os custos de agência, custos de transação, além do efeito dos impostos.

2.1.3.1 Hierarquia das fontes (Pecking Order Theory)

Myers e Majluf (1984) argumentam que na presença de assimetria de informações entre gestores e investidores, uma empresa pode sub-investir, isto é, deixar de lado bons projetos em determinadas circunstâncias da natureza, especialmente quando a empresa não tem a suficiente reserva de capital para realizá-los. A probabilidade do sub-investimento, que resulta em perdas *ex ante* no valor da firma, origina-se no problema de seleção adversa associado com as novas emissões de capital. Myers e Majluf sugerem que uma empresa pode reduzir o problema de sub-investimento e a perda *ex ante* no valor da firma, acumulando caixa por meio da retenção dos lucros. Assim, a política de dividendos pode ser utilizada para controlar o problema de sub-investimento que se origina da assimetria de informações entre a empresa e os financiadores externos. Conseqüentemente, mantendo outras variáveis constantes, a teoria da hierarquia das fontes prediz que quanto maior o nível de assimetria de informação menor o nível de dividendos.

2.1.3.2 Sinalização

Miller e Modigliani (1961), diante do aumento dos preços das ações como resposta a modificações no montante de dividendos distribuídos, atribuíram esse acontecimento ao fenômeno da assimetria de informações dos mercados e ao poder de sinalização dos

dividendos. O que significa que os administradores das empresas lançam informações no mercado, utilizando mudanças na política de dividendos, que servem como pistas para que os investidores elaborem as suas expectativas acerca do desempenho das empresas no futuro.

Após esta sugestão inicial, numerosos estudos tentaram fornecer evidências da hipótese de sinalização de dividendos, isto é, os modelos partiram do pressuposto de que as empresas ajustariam seus dividendos como uma forma de sinalizar suas projeções futuras de lucros (Bhattacharya, 1979; Miller e Rock, 1985). No modelo de Miller e Rock (1985), os administradores utilizam o incremento no índice de pagamento de dividendos como um mecanismo para reduzir a assimetria de informação entre gestores e investidores. Ao perceberem o sinal, os investidores modificariam suas expectativas e as ações da empresa poderiam ser avaliadas a um valor próximo do valor real. Assim, esse modelo sugere que, permanecendo outras variáveis constantes, o valor dos dividendos pagos aumenta com o nível de assimetria de informações entre empresa e investidores.

Estudos recentes como o de Garret e Priestley (2000), utilizando diversas definições de *lucros não esperados*, *dividendo permanente* e *mudança nos dividendos* identificaram que variações nos dividendos proporcionam pouca informação sobre os lucros futuros no curto prazo, mas parecem estar significativamente relacionados com os lucros não esperados no longo prazo. A exceção é o caso de redução dos dividendos que, aparentemente, seria seguida por grandes incrementos de dividendos no período seguinte.

Nissim e Ziv (2001) investigaram a relação entre mudança da política de dividendos e lucratividade futura utilizando como variáveis os retornos futuros e retornos futuros anormais. A mudança de dividendos fornece informações sobre o nível de lucratividade em anos posteriores ao período sob análise. Os autores apresentam evidências de que mudanças de dividendos sinalizam mudanças nos ganhos futuros a partir dos dois anos seguintes à mudança de dividendos.

Mougoué e Rao (2003) utilizaram o arcabouço da cointegração para estudar a dependência temporal entre os dividendos e os lucros, no intuito de prover um melhor *insight* sobre a hipótese de conteúdo informacional dos dividendos. Encontraram que 20% das empresas de setores não regulados apresentam uma relação temporal consistente com a hipótese de sinalização. Entre as empresas de setores mais regulados pelo estado (*utilities*), este número aumenta para 33%. Em um estudo com características similares, no Brasil, Iquiapaza, Bressan e Barbosa (2005) determinaram que 18% a 20% de uma amostra de empresas apresenta este comportamento de sinalização de informações através de mudanças na distribuição de dividendos.

2.1.4 Dividendos e teoria de agência

A teoria de agência está fundamentada em conceitos econômicos. A suposição básica é que os indivíduos sempre agem no próprio interesse, na procura do máximo benefício. Nesse contexto, as pessoas escolhem participar de contratos relacionados com a empresa porque dessa forma estarão em melhor situação (Jensen e Meckling, 1976; Easterbrook, 1984).

Os acionistas/investidores (ou principais) contratam executivos/administradores (ou agentes) para administrar a empresa no interesse dos primeiros. Os acionistas provavelmente estarão melhor tendo alguém que é mais especializado em administrar os negócios e os executivos serão retribuídos pelo trabalho com compensações salariais e não-salariais (*perquisites*). Este contrato, normalmente chamado de *relação de agência*, requer que uma parte da autoridade de tomada de decisões seja delegada dos principais aos agentes.

Também existe uma diferença de preferências pelo risco entre os agentes e acionistas. Os gerentes têm tolerância mais baixa pelo risco e conseqüentemente escolherão alternativas mais conservadoras. Além disso, considerando que é esperado que os gerentes deixem a

organização antes do dono que supõe-se permanece indefinidamente no negócio, os gerentes tenderão a focalizar suas ações no curto prazo o que pode conduzir a um problema de horizonte. Assim, como o principal pode assegurar-se que o agente está executando o contrato no melhor interesse da organização? Como assinalado por Jensen e Meckling (1976), geralmente é impossível para o principal ou para o agente, sem que exista um custo, assegurar que o agente tomará decisões ótimas do ponto de vista do principal. Assim, os conflitos que surgem da relação de agência (incongruência de objetivos entre principal e agente) geram custos reais, chamados custos de agência.

A teoria de agência busca explicar a estrutura corporativa de capital como o resultado de tentativas para minimizar os custos associados com a separação de propriedade corporativa e controle. Os custos de agência correspondem ao dinheiro total gasto estruturando e administrando contratos em relação às perdas residuais (Jensen e Meckling, 1976). A meta é estabelecer um conjunto de contratos capazes reduzir os custos dos conflitos e simultaneamente aumentar o valor da companhia. O sucesso em definir aquele conjunto de contratos com custos mínimos possivelmente garantirá com o passar do tempo a sobrevivência da organização. Um desses contratos pode incluir a propriedade por parte dos gerentes de uma proporção do capital da empresa.

Assim, os custos de agência são mais baixos em empresas onde os *insiders* têm maior propriedade, por causa do melhor alinhamento de objetivos entre acionistas e gestores (Jensen e Meckling, 1976) e em empresas com grandes blocos de acionistas, que podem monitorar melhor as atividades administrativas, ou ainda, ter participação direta na gestão da empresa.

Nesse contexto, o pagamento de dividendos é reivindicado para reduzir os custos de agência. Os acionistas estão interessados em reduzir os fundos discricionários para alinhar melhor o interesse dos gerentes com o dos acionistas e minimizar o custo de agência ou da separação de propriedade e controle (Jensen e Meckling, 1976; Fama e French, 2001). Easterbrook (1984) enfatizou a utilidade dos dividendos na redução dos custos de agência, uma vez que o pagamento de dividendos pode forçar as companhias a procurar recursos no mercado, onde o monitorando de gerentes está disponível a custo mais baixo.

Diversos estudos têm avaliado este assunto e analisado os mecanismos capazes de alinhar melhor o interesse dos gerentes com o dos acionistas. Rozeff (1982), por exemplo, encontrou relações significativas entre a propriedade dos *insiders*, crescimento, rentabilidade e pagamento de dividendos. O estudo de Short, Zhang e Keasey (2002) revelou uma relação significativa entre a propriedade de investidores institucionais e da administração com o pagamento de dividendos.

Os resultados do *survey* de Baker e Smith (2006), numa amostra de 306 empresas nos Estados Unidos, indicam que os determinantes mais importantes da política de dividendos são a estabilidade dos lucros, o comportamento passado dos dividendos, o nível corrente de lucros, o lucro esperado e o desejo de manter um nível de *payout* no longo prazo.

La Porta *et al.* (2000) analisaram os problemas de agência e as políticas de dividendos em cerca de 4000 corporações em 33 países. O estudo demonstrou que em países com maior proteção aos acionistas minoritários as empresas pagavam maiores dividendos. Não foram consideradas nesse estudo as empresas de países, como o Brasil, onde existem regulamentações de políticas de dividendos obrigatórias. A existência de um nível mínimo legal de distribuição de dividendos reconhece os problemas de garantir igualdade de direitos para os acionistas e limita, parcialmente, a liberdade dos administradores (*insiders*) para decidir sobre a retenção/distribuição dos lucros gerados.

Os dividendos também estão relacionados com os custos de agência quando se considera o conflito entre acionistas e credores. É provável que os acionistas tentem expropriar riqueza

dos credores pagando-se dividendos (Black, 1976) diminuindo os recursos para o pagamento da dívida. Fama e Jensen (1983a, 1983b) expuseram que o potencial conflito entre acionistas e credores pode ser mitigado através de *covenants* que definem as prioridades de reivindicação. Estes conflitos podem ser evitados limitando o pagamento de dividendos generosos aos acionistas, incluindo *covenants* nos contratos ou outros instrumentos, inibindo assim a transferência de riqueza de credores a acionistas (Kalay, 1982).

Apesar do apoio empírico da relação entre custo de agência e comportamento dos dividendos, ainda há várias áreas a serem aprofundadas, particularmente a investigação de se aquela associação também existe nos mercados emergentes.

2.2 Dividendos e Legislação

O tema tributário tem sido amplamente analisado nos Estados Unidos, especialmente antes de 1986, considerando que o imposto sobre os ganhos de capital era menor do que o imposto sobre a renda em dividendos, e algumas empresas continuaram pagando dividendos. Segundo Deshmukh (2005) a evidência em relação com este tema permanece sem apresentar uma explicação clara. Ainda, a análise dos temas tributários não proporciona nenhuma predição relevante para a política de dividendos ao nível de empresa; basicamente porque as empresas têm acesso a acionistas em diferentes níveis de alíquota de tributação (Smith e Watts, 1992).

A política de dividendos é objeto de restrições legais de natureza societária ou fiscal em todo o mundo. No caso da regulamentação societária, geralmente trata-se de criar instrumentos como proteção aos acionistas minoritários contra as práticas abusivas de controladores e gerentes, limitando a retenção de recursos. Esta retenção poderia ser utilizada em benefício do controlador (especialmente em empresas familiares e onde os controladores são parte da administração da companhia). A legislação brasileira determina que as companhias abertas devem distribuir como dividendos, no mínimo, 25% do lucro líquido para ações ordinárias e de 27,5% para os investidores que têm ações preferenciais (Borges, 2005). Assim, normalmente as empresas brasileiras limitam-se a seguir a legislação sem explicitar uma política diferente de dividendos. Para La Porta *et al.* (2000) a obrigação de pagar dividendos mínimos aponta uma preocupação em assegurar aos investidores sua participação nos resultados e encorajá-los a adquirir ações.

Além das modificações contidas na legislação societária, a partir de 1996 a política de dividendos no Brasil também passou a ser influenciada pela legislação fiscal. A legislação tributária introduziu em 1995 uma outra opção para as empresas remunerarem o capital próprio, através dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), limitados à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), até um máximo de 50% do lucro líquido, ajustado de acordo com especificações da própria legislação. A partir de então, os JSCP são reconhecidos como despesa financeira sendo, diferentemente dos dividendos, dedutíveis para fins do cálculo do imposto de renda e contribuição social devido pela empresa.

Na prática as empresas consideram os JSCP como parte da política de dividendos. Dessa forma, torna-se eficiente para as empresas retribuir seus acionistas com o máximo possível de JSCP para aproveitar a vantagem tributária, e complementar com dividendos. Em conjunto, os JSCP e os dividendos definem a política de proventos da empresa (Heineberg e Procianoy, 2003; Silva, Lima e Brito, 2005). Daí, que algumas empresas podem distribuir combinações de JSCP e dividendos ou somente algum deles. Para o investidor os dividendos são isentos do pagamento do imposto de renda, mas não os JSCP, contudo, a alíquota de imposto de renda dos JSCP é menor do que a alíquota definida para ganhos de capital.

Publicações recentes observam que a maioria das empresas aumentou o nível de pagamento de dividendos acima do mínimo legal, que é explicado principalmente pelas melhores

condições macroeconômicas e resultados empresariais. Por exemplo, em 2003 em média 45% do lucro líquido foi distribuído diretamente aos acionistas nas empresas da BOVESPA.

3 METODOLOGIA

3.1 Modelo teórico e econométrico

Para a análise da política de dividendos, diferentes autores têm utilizado o modelo de ajuste parcial sugerido por Lintner (1956). Segundo esse modelo, existe um nível de dividendo objetivo (DIV^*) que é função dos lucros gerados pela empresa no período corrente (LL) onde os gestores determinam o índice de *payout* (ρ) objetivo por meio da política de distribuição de resultados, de acordo com a seguinte expressão:

$$DIV_t^* = \rho LL_t \quad (1)$$

A equação (1) permite estudar a política de dividendos ao longo do tempo. Outros autores sugerem uma abordagem de corte transversal. Neste segundo grupo encontra-se o modelo de Rozzef (1982) cuja especificação é a seguinte:

$$\rho_i = \delta + \lambda_1 \Delta LL_i + \lambda_2 \Delta EL_i + \lambda_3 Beta_i + \lambda_4 INS_i + \lambda_5 DIS_i + \lambda_6 TAM_i \quad (2)$$

Onde δ é a constante ou índice médio de *payout*; os custos de transação são representados pela taxa de crescimento passada ΔLL_i , a expectativa de crescimento futuro ΔEL_i e o Beta do modelo CAPM; os custos de agência são representados pela propriedade dos insiders INS_i e a dispersão da propriedade DIS_i ; o efeito de escala é incluído com a variável tamanho TAM_i .

Para testar empiricamente o modelo (2) utiliza-se a média das variáveis para cada empresa, assumindo um comportamento estático para o índice de *payout* objetivo. Adicionando as variáveis de assimetria de informações às variáveis consideradas por Rozzef, na estimação econométrica foi utilizado o seguinte modelo, usando os valores médios das variáveis no período definido:

$$\rho_i = \delta + \theta ASS_i + \varphi X_i + v_i \quad (3)$$

Onde ASS_i é uma variável que indica o nível de assimetria de informação, X_i é uma matriz de outras variáveis explicativas, incluindo variáveis *dummy* para os setores. Devido aos problemas na estimação dos Betas e a validade do modelo CAPM, especialmente quando não se verifica a liquidez dos títulos na Bolsa, estes foram substituídos pelo índice de endividamento financeiro, como considerado em Heineberg e Procyanoy (2003) e Silva, Lima e Brito (2005), ou o indicador de estresse financeiro definido por Deshmukh (2005).

A equação (3) pode ser estimada por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), quando não se consideram as empresas com índice de *payout* nulo. Uma melhor alternativa é utilizar o modelo de regressão Tobit, porque considera os dados truncados (censurados) em zero como valor mínimo para a variável dependente.

Com a finalidade de obter consistência nos resultados também realizou-se uma regressão logística com as variáveis explicativas contínuas definidas na equação (3), nesse caso a variável dependente foi dicotômica com valor um para empresas com índice de *payout* positivo e zero em outros casos. Esta regressão permite identificar quais as variáveis que mais influenciam na probabilidade de pagamento de proventos.

3.2 Amostra e variáveis

A amostra não aleatória foi constituída por 178 empresas brasileiras de capital aberto do setor não financeiro com informação completa na base de dados Economática para o período de 1998 a 2004 (Quadro 1). Como critério de inclusão definiu-se uma presença na negociação na

Bolsa de Valores de São Paulo superior a 20% dos pregões para cada ano. Assim, foram incluídas algumas empresas que realizaram abertura de capital nesse período e também algumas que passaram a ser companhias de capital fechado ou foram liquidadas nesse mesmo período. Isto permite controlar parcialmente o viés de sobrevivência (este viés seria maior caso se considerasse somente empresas ativas ao final de 2004).

Quadro 1 – Amostra de estudo

Setor	Nº Emp.	Porcentagem
Comércio varejista	5	3%
Mineração e Construção	8	4%
Empresa de eletricidade, petróleo, gás e água	32	18%
Indústria manufatureira	103	58%
Telecomunicações	28	16%
Outros	2	1%
Total	178	100%

Os *dados* foram coletados na base de dados da Economática Ltda e do Sistema de Divulgação Externa de Informações -DIVEXT da CVM-Bovespa. No estudo foram utilizadas variáveis ou contas dos demonstrativos financeiros: Balanço Patrimonial (BP), Demonstrativo do Resultado do Exercício (DRE) e Demonstrativo de Origem e Aplicação de Recursos (DOAR). Todos os indicadores expressos em moeda corrente foram corrigidos pela inflação ao último mês do período estudado. No DOAR os proventos (JSCP e dividendos) normalmente estão acumulados numa conta nomeada ‘dividendos’, sendo poucas as empresas que fazem a discriminação deles.

As *variáveis* teóricas (medíveis e *proxies*) que influenciam na definição da política de proventos são resumidas no Quadro 2.

Quadro 2. Descrição das Variáveis para a determinação do índice de pagamento de proventos

Variável	Proxy	Descrição resumida	Sinal esperado
ρ ou PO Payout	Índice de <i>payout</i>	Montante total de proventos pagos em dinheiro como percentual do lucro líquido do exercício.	Variável dependente
DASS Assimetria de informações	<i>Dummy</i>	Em função de indicadores de assimetria, Ver Quadro 3.	Negativa/positiva
ΔRL Crescimento observado	Crescimento observado	Taxa de crescimento da receita líquida.	Negativa
QT Crescimento esperado	Crescimento futuro da empresa	Q de Tobin: Valor de mercado dos ativos da empresa em relação ao ativo total contábil.	Negativa
INS Propriedade dos insiders	Propriedade do controlador	Proporção detida pelo controlador na propriedade das ações ordinárias.	Positiva
TAM Tamanho da empresa	Ativos ou Receita Bruta	Nível de Ativos (AT) ou de receita bruta do período (RB)	Positiva
FCsAT Fluxo de caixa	Fluxo de Caixa da empresa	Lucro antes de juros, impostos, amortização depreciação/AT (%)	Positiva
END Endividamento ou participação de terceiros	Endividamento	Endividamento (dívida financeira de curto prazo + exigível de longo prazo)/ Patrimônio Líquido	Negativa
FDist Estresse financeiro	<i>Dummy</i>	1: se QT e FCsAT são menores que a sua correspondente mediana; 0: outros casos	Negativa
DSE Setor de atuação	<i>Dummy</i>	Ver Quadro 3	Negativa/positiva
ID Tipo de controlador	<i>Dummy</i>	Ver Quadro 3	Negativa/positiva

Fonte: Elaborado pelos autores.

Variável Dependente: Índice de *payout*, ρ ou **PO**– corresponde ao percentual do lucro líquido do exercício distribuído aos acionistas diretamente como proventos (dividendos e JSCP). Este indicador foi coletado da Economática. Nos casos de lucro líquido negativo e proventos positivos a aplicação direta da definição anterior resultaria em um valor negativo para o índice de *payout*, neste caso utilizou-se a seguinte correção: acumularam-se o lucro líquido e os proventos do período corrente com os do período anterior antes de aplicar a definição, se o resultado continuou sendo negativo considerou-se o índice do período anterior; em outros casos a variável não foi definida.

Variáveis explicativas:

- Assimetria de Informações, **DASS** – utilizou-se uma variável *dummy* para indicar a maior ou menor presença de assimetria de informações na empresa. Uma empresa tem menos assimetria de informação em relação às outras quando: tem emitido Recibos de Depósito Americanos (ADRs), tem aderido aos níveis N1, N2 e Novo Mercado da Bolsa de São Paulo. É conhecido que para ter acesso ao mercado dos Estados Unidos como aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, as exigências para difusão de informações são maiores, diminuindo nesses casos a assimetria de informações entre a empresa e os investidores. Em relação ao sinal esperado para esta variável as teorias de Hierarquia das Fontes e de Sinalização oferecem conclusões contraditórias, porém, esta contradição pode permitir sua diferenciação. A hipótese da Hierarquia das Fontes prevê menores dividendos para acumular caixa e dessa forma evitar os problemas de sub-investimento; já o argumento de sinalização prediz que a empresa deverá pagar maiores dividendos para sinalizar suas boas oportunidades futuras em relação às empresas com menor assimetria.

Quadro 3 - Definição das variáveis *dummy*

Código	Valor =1 se a empresa apresenta a condição, valor = 0 em outros casos
DASS	Ter emitido ADRs na bolsa de Nova Iorque ou participa de qualquer dos níveis de governança corporativa (GC) da Bovespa.
DNYSE	Ter emitido ADRs na Bolsa de Nova Iorque -NYSE
DGC	Participação da governança corporativa (GC) da Bovespa (incluindo os níveis N1, N2 e Novo Mercado)
DNM	Participação do Novo Mercado na Bovespa
DII	Presença de investidores institucionais com participação superior a 5% da propriedade das ações ordinárias, considerando fundos e bancos
DSMA	Empresas pertencentes ou não ao setor manufatureiro
DSRE	Empresas dos setores regulados de energia, petróleo, gás e água
ID0:	Controlador Privado Nacional
IDE1	Controlador estrangeiro
IDE2	Controlador estatal

Fonte: Elaborado pelos autores.

- Crescimento observado, ΔRL – como *proxy* para medir o crescimento passado da empresa utilizou-se a receita líquida, obtida da Economática. As empresas que apresentam maiores taxas de crescimento precisarão de maiores recursos para financiá-lo, reduzindo desta forma os recursos para o pagamento de dividendos.
- Crescimento esperado, **QT**– como *proxy* para as oportunidades de crescimento da empresa utilizou-se o indicador Q de Tobin definido como o índice de valor de mercado dos ativos da empresa, utilizando neste caso a definição de *Firm Value* dada pela Economática (valor de mercado das ações – VM, mais o valor contábil da dívida), em relação ao ativo total da empresa. Este indicador tem sido utilizado como *proxy* das oportunidades de crescimento. Espera-se uma relação negativa refletindo que quando os gestores da empresa antecipam boas oportunidades de investimentos precisarão de maiores recursos para financiá-los, diminuindo o pagamento de proventos.

- Propriedade dos *Insiders*, **INS** – este indicador mede a porcentagem de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. Os dados foram coletados do sistema Economatica. No Brasil, como na maioria de países emergentes, a propriedade das empresas encontra-se fortemente concentrada, diferentemente do que acontece em países desenvolvidos. Isto significa que na maioria das vezes o acionista majoritário é o controlador da firma (*insider*). Neste caso, de acordo com Miller e Rock (1985) as mudanças no preço da ação conduzem a um forte impacto na riqueza do acionista-controlador, existindo incentivos para uma maior distribuição de dividendos.
- Fluxo de Caixa, **FCsAT** – espera-se que uma empresa com altos lucros (ou fluxo de caixa) pagará maiores dividendos.
- Endividamento, **END** - uma estrutura de capital mais alavancada faz com que as empresas estejam obrigadas a realizar pagamentos de juros e amortizações da dívida, reduzindo os recursos disponíveis para o pagamento de dividendos. Desta forma, o endividamento substituiria o pagamento de dividendos como forma de reduzir o fluxo de caixa livre e forçar o gestor a ter um melhor desempenho. Assim, se espera uma relação negativa com o índice de pagamento de proventos.
- Estresse financeiro, **FDist** - utilizou-se a definição proposta por Deshmukh (2005), segundo o qual as empresas com baixo fluxo de caixa e de oportunidades de crescimento têm maior probabilidade de sofrer estresse financeiro (*financial distress*) do que as outras empresas na amostra. Para identificar estas empresas foi construída uma variável *dummy*, **FDist**, que tem valor um para as empresas com baixo fluxo de caixa (abaixo da mediana de **FCsAT**) e poucas oportunidades de crescimento (abaixo da mediana de **QT**) e zero em outros casos. Se a empresa é afetada financeiramente reduziria o pagamento de proventos.
- Tamanho da empresa, **TAM** - empresas com maior tamanho poderiam tender a uma política de dividendos mais generosa. O mesmo ocorreria com empresas com maior faturamento, que tenderiam a distribuir mais dividendos. Assim, como candidatas para a *proxy* de tamanho, tem-se o nível total de Ativos e a Receita Bruta.
- *Dummy* Setor, **DSE** – fundamentando-se na evidência empírica de Mougoué e Rao (2003) e Heineberg e Procianoy (2003), também se considerou na análise o setor onde a empresa atua. Particularmente, agruparam-se os setores como Regulados, àqueles pertencentes aos setores de energia, petróleo e gás, sujeitos a maior supervisão pelo governo; e como Outros setores, incluindo alimentos, comércio, têxtil, mineradoras e siderurgia. Igualmente, foi criada outra *dummy* para o setor manufatureiro por ser este o mais representativo na amostra, avaliando se afeta ou não os resultados.
- Tipo de acionista controlador, **ID** – a natureza do controle acionário foi incluída como variável de controle, as informações foram obtidas do sistema DIVEXT e categorizadas como: Privada Nacional (1), Estrangeira (2) e Estatal (3).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

As estatísticas univariadas estimadas com os valores médios para o período 2000-2004 são apresentadas na TAB. 1. Nesse período, para as 178 empresas incluídas na amostra o índice médio de *payout* de proventos foi de 40.9% considerando-se a mediana. As possibilidades de crescimento futuro medidas pelo Q de Tobin apresentaram uma variabilidade entre 0.02 e 5.7. Igualmente, o tamanho apresentou uma dispersão entre 27 milhões e 133 bilhões de reais como média do ativo contábil.

Tabela 1- Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-padrão	Nº Obs
PO	36.132	33.443	163.381	0.000	33.652	178
PO (Sem zeros)	51.867	40.874	163.381	4.360	28.406	124
DY	5.564	3.838	40.844	0.000	5.953	178
DY (Sem zeros)	6.309	4.628	40.844	0.0001	5.957	157
QT	0.710	0.612	5.696	0.021	0.624	178
ΔRL	12.650	10.950	80.001	-36.155	16.452	178
INS	63.756	62.307	99.997	9.797	23.601	178
END	69.085	59.206	728.961	1.178	69.203	178
AT (Milhões \$R)	5036.868	1474.523	133099.783	27.657	13732.841	178
LOG(AT)	14.136	14.204	18.707	10.228	1.634	178
FCsAT	14,05	14.21	38.76	-6.97	8.12	178
VM (Milhões \$R)	2286.656	491.598	73277.501	1.121	6979.191	178

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa.

Foi realizado o teste *t* para a diferença de médias, resultando uma diferença estatística significativa ao nível de 5% somente para a presença de estresse financeiro (FDIS), no qual as empresas pagam em média 42% menos em proventos. As outras variáveis *dummies*, definidas no Quadro 3, não apresentaram diferenças significativas para as médias do índice de *payout*. Na TAB. 2 se apresentam algumas estatísticas do índice de *payout* em relação a algumas variáveis dicotômicas definidas para a pesquisa. É interessante notar que ao nível de 20%, as variáveis *dummy* de assimetria de informações, governança corporativa, emissão de ADR na NYSE, os setores regulados e o setor manufatureiro, apresentariam diferenças significativas.

Tabela 2 – Estatísticas do índice médio de *payout* de acordo com diferentes variáveis categóricas

Variável /categoria	Média	Desvio-padrão	Prob.	Mediana	Nº Obs	%
FDIST = 0	40.492	32.455	0.0206	36.051	114	64.0%
FDIST = 1	28.365	34.594		19.347	64	36.0%
DASS = 0	41.730	28.217	0.1545	36.954	52	29.2%
DASS = 1	33.822	35.501		29.740	127	71.3%
DNYSE = 0	35.943	34.275	0.8569	33.454	152	85.4%
DNYSE = 1	37.236	30.345		33.316	26	14.6%
DGC = 0	34.181	35.359	0.1181	29.990	143	80.3%
DGC = 1	44.105	24.340		40.395	35	19.7%
DNM = 0	35.590	33.380	0.1570	33.277	174	97.8%
DNM = 1	59.707	42.461		71.331	4	2.2%
DII = 0	36.780	34.297	0.6695	33.367	131	73.6%
DII = 1	34.327	32.074		33.519	47	26.4%
DSRE = 0	34.339	31.917	0.1219	33.114	147	82.6%
DSRE = 1	44.636	40.415		42.141	31	17.4%
DSMA = 0	40.381	36.705	0.1512	34.170	75	42.1%
DSMA = 1	33.038	31.061		33.114	103	57.9%
ID0:Privada Nacional	35.641	33.941	(1/) 0.9181	33.114	145	81.5%
IDE1: Estrangeira	38.682	35.312	(2/) 0.7152	39.013	19	10.7%
IDE2: Estatal	37.758	30.281	(2/) 0.8224	35.504	14	7.9%

Nota: (1/) Para o teste *F* com as três categorias; (2/) Para o teste *t* na comparação com ID0.

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa.

Na TAB. 3 apresentam-se os coeficientes de correlação entre as variáveis contínuas definidas como a média entre 2000 e 2004 para as 124 empresas com índice de *payout* positivo. O maior coeficiente (0.446) corresponde às variáveis Fluxo de Caixa e Q de Tobin, os coeficientes para as outras variáveis são menores e não significativos. A variável dependente apresenta um coeficiente de correlação contrário ao esperado com a variável endividamento, provavelmente pelos valores extremos.

Tabela 3 - Correlações das variáveis considerando empresas com PO positivo

	PO	QT	Δ RL	INS	END	LOG(AT)
QT	0.147	1				
Δ RL	0.016	0.150	1			
INS	-0.092	-0.047	0.099	1		
END	0.021	0.017	0.037	-0.283	1	
LOG(AT)	0.301	0.278	0.224	-0.164	0.231	1
FCsAT	-0.036	0.446	0.070	0.065	-0.103	-0.079

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa.

4.2 Resultados Empíricos – modelo de regressão *cross section*

Inicialmente, identificaram-se as características que influenciam na distribuição dos resultados das empresas como proventos, diferenciando-as daquelas que não distribuem. Para tal utilizou-se além das estatísticas univariadas, a regressão Logit. Os resultados indicam que as possibilidades de crescimento, disponibilidade de fluxo de caixa, tamanho e endividamento afetam a decisão da empresa. Assim, as companhias com menores expectativas de lucratividade futura, de maior porte, com maiores recursos em caixa, e menos endividadas têm maior probabilidade de distribuir diretamente os resultados via dividendos ou juros sobre o capital próprio (TAB. 4). Por exemplo, quando o índice fluxo de caixa em relação ao ativo total aumenta em 1% a razão de chances (*odds*) do pagamento de proventos aumenta 1.3 vezes. As empresas com menor assimetria de informações, definida nesta pesquisa como as companhias que aderiram à governança corporativa na Bovespa, tem maior probabilidade de pagamento de proventos, contudo, com um limite de significância ligeiramente acima de 5%. Para essas empresas a razão de chances para o pagamento de proventos é 3,7 vezes em relação às que não aderiram aos princípios de governança.

Tabela 4 – Modelo Logit para a distribuição de proventos

Variável dependente Logit = 1 se PO > 0

Variável	Coef.	Erro-padrão	Prob.	Exp(Coef.)
Constante	-2.985	3.579	0.4042	0.051
LOG(QT)	-1.439	0.538	0.0075	0.237
LOG(END)	-1.698	0.635	0.0075	0.183
LOG(AT)	0.434	0.171	0.0111	1.544
FCsAT	0.288	0.055	0.0000	1.333
DGC = 1	1.299	0.673	0.0537	3.665
Teste LR (5 GL)	100.3226		0.000	
R ² de McFadden	0.459195			

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa.

Na amostra de empresas brasileiras, a análise quantitativa da política de proventos foi realizada utilizando-se diferentes especificações do modelo Tobit conforme definido na equação (7). A variável dependente é o índice médio de *payout* (PO) que assume valor zero para empresas que não distribuíram proventos ou um valor positivo que representa a média de proventos dividido pela média de lucro líquido.

Nos resultados apresentados na TAB. 5, a especificações I e II incluem todas as variáveis explicativas definidas no Quadro 2, algumas variáveis dummy apresentam alta ou perfeita correlação daí a necessidade das duas especificações. Na especificação final (III) foram consideradas aquelas variáveis com *valor de probabilidade (p-value)* até o nível de 10%. Assim, os resultados indicam que os coeficientes de Fluxo de Caixa (FCsAT) e tamanho (log(AT)) foram positivos e significativos ao nível de 1% conforme indicado pelo valor da probabilidade assintótica para o teste t. Os coeficientes de oportunidades de crescimento (log(QT)) e de endividamento (log(END)) foram negativos e também significativos ao nível de 1%.

A variável *dummy* para empresas com ADRs cotados na bolsa de Nova Iorque (DNYSE) teve coeficiente negativo e significativo ao nível de 1%, sendo a única *proxy* de assimetria de informações que resultou significativa. O coeficiente negativo indicaria que empresas com maior assimetria de informações têm que definir políticas mais generosas de pagamento de proventos. Este resultado é consistente com a teoria de sinalização, mas inconsistente com a hipótese de hierarquia das fontes. As outras *proxies* para assimetria de informações, como os diferentes níveis de governança corporativa e a presença de investidores institucionais, não apresentaram coeficientes significativos.

No caso dos níveis de governança, ainda que não significativos, todos os coeficientes foram positivos, tal como prediz a hipótese de hierarquia das fontes. Neste caso, o índice médio de payout foi 46.2% para as empresas que só participam de algum nível de governança, 36.8% no caso de empresas que têm ADRs na NYSE, 38.0% para empresas que participam da governança e têm ADRs na NYSE e 33.8% naquelas que não participam da governança nem têm emitido ADRs. Assim, comparando-se as primeiras com as últimas, empresas com maior assimetria de informações pagariam menores dividendos para evitar a procura de financiamento no mercado financeiro, e o oposto empresas mais transparentes não teriam a preocupação de perdas de valor utilizando o financiamento via mercado.

Embora significativo ao nível de 20%, a variável lucro observado (ΔRL) apresentou um coeficiente contrário ao assinalado pela fundamentação teórica. As variáveis *dummy* para empresas afetadas por estresse financeiro (FDis), reguladas dos setores de energia, petróleo, gás e água (DRE), setor manufatureiro (DMA), tipo de acionista controlador (ID1, ID2) não foram significativas na amostra estudada.

Tabela 5 – Modelo Tobit para a política de proventos

Especificação Variáveis	I		II		III	
	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.	Coef.	Prob.
Constante	-110.438	0.013	-80.792	0.076	-93.930	0.025
LOG(QT)	-15.215	0.020	-15.966	0.017	-12.947	0.034
ΔRL	0.326	0.103	0.313	0.128		
LOG(END)	-20.732	0.002	-18.312	0.006	-21.474	0.001
LOG(AT)	13.443	0.000	9.789	0.000	12.744	0.000
FCsAT	2.442	0.000	2.628	0.000	2.527	0.000
INS	-0.214	0.108	-0.226	0.096	-0.209	0.098
DNYSE	-22.417	0.014			-21.875	0.012
DSRE			12.975	0.202		
DSMA	1.269	0.850	7.007	0.343		
ID2	-18.336	0.132				
ID1	-13.643	0.173	-8.706	0.393		
DGC			9.384	0.215		
DII	-5.311	0.470	-5.272	0.479		
DN1	7.278	0.383				
DN2	19.249	0.266				
DNM	27.778	0.150				
FDis	2.075	0.814	1.132	0.902		
R ²	0.322		0.275		0.292	
R ² Ajust	0.250		0.217		0.263	
Log likelihood	-650.16		-654.59		-654.86	
Nº Obs.	178		178		178	

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa.

O coeficiente negativo de oportunidades de crescimento ($\log(QT)$) e o coeficiente positivo da medida de fluxo de caixa (FCsAT) são consistentes com as previsões da hipótese de hierarquia das fontes. Deshmukh (2005) sugere que a variável QT também pode ser considerada uma *proxy* da assimetria de informações em empresas com oportunidades de crescimento difíceis de avaliar, dessa forma, empresas com boas oportunidades de

investimento (que de acordo com a teoria apresentariam maior assimetria de informações porque a informação sobre tais oportunidades normalmente é considerada estratégica e não é difundida rapidamente ao mercado) pagam menores dividendos, sendo o resultado também consistente com a hipótese de hierarquia das fontes.

O coeficiente para a concentração de propriedade pelo acionista controlador (INS), resultou significativo ao nível de 10%, mas teve sinal oposto ao esperado. Neste caso, um aumento na concentração da propriedade do acionista controlador, não necessariamente conduz a um incremento do índice de payout como prediz a teoria de agência sobre a monitoria dos dividendos.

Na procura de robustez sobre os resultados, a especificação III da TAB. 5 foi estimada utilizando a matriz robusta de Huber/White para variâncias e covariâncias, não se observou mudanças de sinal nem de significância das estimações. Finalmente, observa-se que a TAB. 4 e a TAB. 5 apresentam quase as mesmas variáveis, sendo um indicador da confiabilidade dos resultados.

5 CONCLUSÕES

Na amostra estudada, foi possível verificar que a probabilidade de pagamento de proventos pelas empresas, em dividendos ou juros sobre o capital próprio, aumenta com: as expectativas de lucratividade futura, o maior porte, os recursos de caixa, e o menor endividamento.

Em relação aos determinantes da política de proventos, os resultados empíricos indicam que o pagamento de proventos está positivamente relacionado com o fluxo de caixa e o tamanho da empresa, mas negativamente relacionado com as oportunidades de crescimento, a propriedade do acionista controlador e a emissão de ADRs na bolsa de Nova Iorque. Empresas que emitem ADRs no exterior têm menos assimetria de informações. Esta relação negativa é consistente com a hipótese de sinalização, mas inconsistente com a de hierarquia das fontes. Igualmente, a relação dos proventos, de forma negativa com as oportunidades de crescimento e positiva com o fluxo de caixa, é consistente com a hipótese de hierarquia das fontes. Após o controle pela assimetria de informações, a propriedade dos *insiders* (acionistas de controle) está negativamente relacionada com a política de dividendos, resultado não consistente com a teoria de custos de agência.

Não foi possível ter resultados significativos com a utilização dos níveis de governança corporativa da Bovespa como variáveis *proxies* da assimetria de informações, nem com a utilização da presença de investidores institucionais como acionistas da empresa. Uma possível explicação poderia ser que a governança corporativa é um mecanismo relativamente novo. Além disso, as empresas que participam dela podem definir um índice de payout maior porque precisamente não estariam preocupadas com a sub-avaliação do mercado, como prediz a teoria da hierarquia das fontes.

Finalmente, sugere-se que novos estudos atentem para a questão da possibilidade de utilização de outras variáveis *proxy* para a assimetria de informações, que permitam dar ou não suporte à hipótese de hierarquia das fontes na determinação da política de dividendos, como foi indicado por Deshmukh (2005) nos Estados Unidos, ou que permitam confirmar ou refutar a hipótese de sinalização, como tem sido defendido por alguns recentes trabalhos na área no Brasil. Bem como analisar a possibilidade de que, dependendo do mercado, existam grupos de empresas que definem suas políticas de proventos consistentes uma ou outra dessas teorias.

6 REFERÊNCIAS

BAKER, H. Kent; SMITH, David M. In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics*, v.15, p.1-18. 2006.

- BHATTACHARYA, Sudipto. Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell Journal of Economics*, v.10, n.1, p.259-270. Spring, 1979.
- BLACK, F. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, v.2, p.5–8. 1976.
- BORGES, Ernesto. Um recorde na divisão dos lucros. *Conjuntura Econômica*, v. 59, n.10, p. 34-39, Out. 2005.
- DESHMUKH, Sanjay. The effect of asymmetric information on dividend policy. *Quarterly Journal of Business & Economics*, v. 44. n.1-2, p. 107-127, 2005.
- EASTERBROOK, Frank H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, v.74, n.4, p. 650-659. Sep. 1984.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v.26, p.301–325. 1983a.
- FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, v.26, p.327–349. 1983b.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay. *Journal of Financial Economics*, v.60, p.3–43. 2001.
- GARRET, I.; PRIESTLEY, R. Dividend behavior and dividend signaling. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 35, n. 2, p. 173-189, Jun. 2000.
- GORDON, M. J. Dividends, earning, and stock prices. *Review of Economics and Statistics*, p. 99-105, May 1959.
- HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. *Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa*. In: XXVII ENANPAD, 27º, *Anais...*: Atibaia/SP: ANPAD, set. 2003. 13p.
- IQUIAPAZA, Robert A.; BRESSAN, Aureliano A.; BARBOSA, Francisco V. *Dividendos: Plano Real, Imposto de Renda e Sinalização nas empresas listadas na Bovespa - 1986 a 2003*. In: 5º Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais...*: São Paulo/SP: SBFIN, jul. 2005. 17p.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p.305-360, Oct., 1976.
- KALAY, A. Stockholder-bondholder Conflict and Dividend Constraints, *Journal of Financial Economics*, v.10, p.211-233. 1982.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANS, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. Agency problems and dividend policies around the world, *Journal of Finance*, v.55, n.1, p.1-33, Feb 2000.
- LEASE, Ronald C.; JOHN, Kose; KALAY, Avner; LOEWENSTEIN, Uri; SARIG, Oded. *Dividend policy: Its impact on firm value*. Boston: Harvard Business School Press, 2000.
- LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, p. 97-113, May 1956.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct 1961.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, Set 1985.
- MOUGOUÉ, M.; RAO, R. P. The information signaling hypothesis of dividends: evidence from cointegration and causality tests. *Journal of Business Finance & Accounting*, Blackwell, v. 30, n. 3 & 4, p. 441-478, Apr/May 2003.
- MYERS, S. C. The capital structure puzzle, *Journal of Finance*, v. 39. p.575-592. 1984.
- 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. p.187-221. 1984

NISSIM, D.; ZIV, A. Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, v. 56, n. 6, p. 2111-2133, Dec. 2001,

ROZEFF, M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *The Journal of Financial Research*, v.5, p.249-259. 1982.

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.

SILVA, J. C.; LIMA, M. R.; BRITO, R. D. *Sobre o crescimento da remuneração direta aos acionistas: economia de impostos ou mudanças nas características das firmas*. In: 5º Encontro Brasileiro de Finanças, *Anais...*: São Paulo/SP: SBFIN, jul. 2005. 29p.

SMITH, C.W.; WATTS, R.L. The investment opportunity set and corporate financing: dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, v. 32, p.263-292. 1992.

Notas:

ⁱ Este problema surge quando os investidores e os administradores não têm iguais informações em relação à qualidade dos projetos da empresa. Nesse caso, o investidor sempre terá incentivos para exigir um prêmio ou maior retorno na colocação de ações e/ou empréstimos, ou pagar um preço menor pelos títulos no mercado.