

# DIVIDENDOS, INFORMAÇÃO ASSIMÉTRICA E CONFLITO DE AGÊNCIA: COMPARAÇÃO ENTRE O NOVO E O MERCADO TRADICIONAL

*Luiz Maurício Franco Moreiras<sup>1</sup>*  
*Elmo Tambosi Filho<sup>2</sup>*  
*Fabio Gallo Garcia<sup>3</sup>*

## Resumo

*A informação é vital para garantir a harmonia entre as partes constituintes do mercado de capitais. O valor da informação é reconhecido e apreciado por todos no mundo contemporâneo. Embora cada indivíduo a interprete de maneira impar, o acesso a*

---

1. Luiz Maurício Franco Moreiras é doutorando em Finanças pela EAESP/FGV. Professor da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

2. Elmo Tambosi Filho é doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina (2003) e Pós-Doutorado pela Fundação Getúlio Vargas de São Paulo (2007). É pesquisador da Universidade Federal de Santa Catarina e Professor da Universidade do Sul de Santa Catarina

3. Fabio Gallo Garcia é doutor em Finanças pela EAESP-FGV. Professor de Finanças da Escola de Administração de Empresas da Fundação Getulio Vargas (EAESP/FGV) e Professor de Finanças da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo (PUC/SP).

*esta se faz imperativo para um funcionamento mais eficiente e equânime dos mercados. A falta de comunicação ou a obscuridade sobre o bem comercializado resulta no surgimento de graus diferenciados de informação (informação assimétrica) que pode inviabilizar o negócio, ou torná-lo extremamente oneroso. Portanto, faz-se necessário estudar a assimetria informacional do mercado de capital brasileiro, pois sua maior compreensão se relaciona com o desenvolvimento do próprio sistema financeiro. O presente trabalho testou a informação assimétrica no mercado tradicional da BOVESPA e nos mercados com governança corporativa diferenciada. A informação assimétrica foi testada de várias formas e apontou à queda da informação assimétrica nas empresas com práticas adicionais de governança corporativa.*

### **Palavras-chave**

*Dividendos, informação assimétrica, conflito de agência, novo mercado da BOVESPA e governança corporativa.*

### **Abstract**

*The information is vital for ensuring harmony among the constituent parts of the capital market. The value of information is recognized and appreciated by all in the contemporary world. While each individual has his interpretation, access to it is imperative for a more efficient and fair functioning of markets. The lack of communication or the darkness of the property market results in the emergence of different degrees of information (asymmetric information) that can cripple the business, or make it extremely costly. Therefore, it is necessary to study the informational asymmetry of the Brazilian capital market, because their greater understanding is related to the development of the Brazilian financial system. This study tested the asymmetric information in the traditional market of the BOVESPA and in markets with differentiated corporate governance. The asymmetric information has been tested in various ways and pointed out the fall of asymmetric information in companies with additional corporate governance practices.*

### **Keywords**

*Dividends, Asymmetric Information, Agency Conflicts, BOVESPA's new market and corporate governance.*

## Introdução

Companhias de capital aberto se defrontam com uma variável de dimensurável complexidade, a política de dividendos. As decisões relativas aos dividendos não estão circunscritas a um número reduzido de administradores da empresa, e sim a um grande número de indivíduos, os acionistas. Portanto, questões relativas à política de dividendos devem buscar um consenso mais amplo, que não envolva apenas a forma de financiamento da empresas, mas também amortença os inúmeros anseios do mercado acionário.

A política de dividendos perpassa por uma imensa quantidade de aprovações e negativas, que são ratificadas por alterações do valor da companhia no mercado de capitais. Todos os anseios e necessidades (da empresa e de seus acionistas) são cristalizados em um valor, ou melhor, são precificados. Portanto, as decisões das companhias, enquanto as políticas de dividendos, passam por um crivo.

Se a política de dividendos for mal recebida pelo mercado, o valor da ação tende a cair e conseqüentemente a riqueza dos acionistas acompanha essa queda. Logo uma das funções da diretoria da companhia não foi alcançada, que é de maximizar a riqueza de seus acionistas.

Sendo assim, a política de dividendos ótima deve ponderar entre a parcela de lucro a ser distribuída e o potencial de novos negócios empresas. Em última instância, quem julgará o acerto da política de dividendos é o mercado acionário. O mercado secundário, naturalmente, irá precificar as ações tomadas pelas companhias. Um aumento do valor da empresa após determinada política significa que o mercado assimilou como sendo positiva esta ação. Caso contrário, a política empregada pelos dirigentes não resultou em aumentou do valor de mercado da empresa, logo não maximizou a riqueza de seus proprietários.

Segundo Assaf Neto (2007), no Brasil existem poucos estudos acadêmicos acerca da influência da política de dividendos sobre o preço da ação. Ainda segundo o autor, a escassa produção de trabalhos conclusivos sobre o tema gera um descontentamento e uma interrogação sobre o real funcionamento do mercado acionário brasileiro.

O presente estudo extrapola um pouco essa questão. Pois, além de analisar a reação do mercado acionária à política de dividendos, o

trabalho também confronta de maneira direta as empresas pertencentes ao mercado com governança corporativa diferenciada das demais empresas.

A listagem de empresas com governança corporativa (g.c.) diferenciada, feita pela BOVESPA no final do ano de 2000, acarretou na divisão clara das ações em dois grupos distintos. As empresas que aceitaram regras mais rígidas e maiores graus de transparência entraram nessa lista. Com maior transparência a Bolsa de São Paulo esperava que os investidores se sentissem mais seguros e, por consequência, alocariam seus recursos mais intensivamente nesse mercado. Entretanto, será que esse novo mercado de empresas mais transparentes trouxe atribuições positivas a bolsa de valores?

O objetivo deste estudo é testar se ocorreu uma queda na informação assimétrica por conta da constituição desse novo mercado<sup>4</sup>. Para tanto, utilizou-se a política de dividendos. Por meio da reação do mercado acionário à política de dividendos é possível testar se as empresas do novo mercado possuem menor grau de informação assimétrica do que as demais companhias.

A literatura sobre dividendos destaca dois modelos para tratar essa questão: conflitos de agência e informação assimétrica. Os modelos com base no conflito de agência apregoam que os administradores e os acionistas podem ter interesses conflitantes. Uma das causas desse conflito é a política de dividendos. A teoria do conflito de agência analisa o papel dos dividendos como um mecanismo capaz de disciplinar os administradores. Nessa teoria o dividendo reduziria o fluxo de caixa disponível para o administrador, e assim submetendo o a uma política mais restrita, mais austera<sup>5</sup>.

A abordagem da informação assimétrica assume que os administradores conhecem mais da empresa que seus acionistas. Os dividendos serviriam, portanto, para apaziguar essa diferença, à medida que eles passam informação aos acionistas. Alterações na política de dividendos estariam relacionadas com mudanças futuras no ganho da firma.

---

4. O novo mercado neste trabalho faz referências as empresas com maiores graus de governança corporativa (Novo mercado, Nível 1 e Nível 2).

5. Grossman e Hart (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1968).

Existem inúmeros trabalhos com essa linha de raciocínio, entretanto o trabalho com maior destaque é certamente o de Lintner (1956). A informação assimétrica, conforme Lintner, ajuda a explicar a relutância em alterar a política de dividendos. À medida que alterações na política de dividendos enviam sinais ao mercado, os administradores das empresas evitam alterar os dividendos sem uma alteração real no lucro. Os administradores relutam em diminuir os dividendos dado o sinal negativo e resistem a aumentar dado o temor que ter que cortar os dividendos futuramente.

Logo, quanto maior a assimetria de informação maior será a discrepância entre o conhecimento dos administradores e dos acionistas. Assim sendo, a política de dividendos ganha em importância, dado a grande carga de informação a ser transmitida.

Em mercados menos transparentes, com baixa governança corporativa, a política de dividendos tende a passar grau elevado de informação aos acionistas. Não obstante, alterações dessa política induziriam uma maior reação dos preços das ações. Com base nessa premissa, o presente estudo avaliou a criação do mercado com graus diferenciados de governança corporativa.

As empresas brasileiras que aderiram a esse mercado com governança corporativa diferenciada apresentam menores níveis de assimetria informacional e, portanto, custos menores de agência. Portanto, nessas empresas a política de dividendos deve apresentar um impacto reduzido quando comparado ao impacto gerado nas empresas sem graus diferenciados de gc.

Além de fornecem menos informação ao mercado, a política de dividendos (nas empresas com graus superiores de governança corporativa) não necessitam de um mecanismo de disciplina tão rigoroso. Dessa forma seus administradores não devem temer ajustar os dividendos conforme este modifica o lucro das empresas, uma vez que o mercado reage com menor intensidade.

Para testar tais assertivas foi realizado um estudo de evento das iniciações (primeira distribuição de dividendos) e omissões (interromper a distribuição) dos dividendos. A somar, também foram empregados testes que avaliam a frequência de alteração na política de dividendos. A premissa desse teste é que as empresas mais transparentes (maior

grau de governança corporativa), por não temer a reação do mercado, apresentem uma maior frequência de ajustamento em sua política de dividendos.

Após essa introdução segue a descrição dos dados. A seção 3 discute a metodologia e os resultados do estudo de evento. A seção 4 trata da frequência de ajustamento que é seguida da conclusão.

Após essa introdução segue a descrição dos dados. A seção 3 discute a metodologia aplicada. Relação entre dividendos e lucro foi analisada na seção que é seguida da conclusão.

## 2. Descrição dos dados

A amostra utilizada é composta pelas ações mais negociadas de empresas de capital aberto listadas da bolsa de São Paulo (BOVESPA). O período observado abrange os anos entre 2000 e 2007, e apresenta um total de 360 empresas. O período de análise coincide com o período de existência do mercado com prática adicionais de governança corporativa.

A distribuição das empresas entre os setores pode ser conferida na tabela 1, onde se tem a predominância de empresas do setor de energia elétrica (11,4%), seguido pelo ramo de construção (10%). Porém a amostra é bem diversificada englobando de maneira realista os diversos setores da economia nacional.

A tabela (1) apresenta a área de atuação das empresas que compõem o banco de dados. A subdivisão por setores apresentada segue o proposto pela Economática.

*Tabela 1 – Setores de atuação das empresas*

Ramo de atividade	n° empresas	Ramo de atividade	n° empresas
Agro e Pesca	4	Papel e Celulose	7
Alimentos e Beb	23	Petróleo e Gas	5
Comércio	15	Química	18
Construção	36	Siderur & Metalur	30
Eletroeletrônicos	9	Software e Dados	3
Energia Elétrica	41	Telecomunicações	18
Fundos	2	Textil	28
Máquinas Indust	5	Transporte Serviç	15
Mineração	6	Veiculos e peças	17
Minerais não Met	4	Outros	74
		Total	360

Fonte: Economática.

As fontes de dados empregadas foram a Economática e a Comissão de Valores Mobiliário (CVM). Dados relativo a companhia (lucratividade, dívida, valor de mercado e preço das ações) foram extraídos do Economática. Ao passo que as informações referentes a data de assembleia, valor de dividendos distribuídos e demais comunicados feito por parte das empresas foram provenientes da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O primeiro filtro imposto ao banco de dados foi a exclusão de empresas financeiras. Este procedimento é padrão em estudos referentes a dividendos, uma vez que questões regulatórias modificam o modo como os dividendos são distribuídos para tal grupo.

Após o filtro as empresas remanescentes foram separadas em dois grupos conforme o mercado que se insere. Se a empresa aderiu aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (novo mercado, nível 1 e nível 2) foi classificada como pertencente ao novo mercado, caso contrário a empresa foi classificada como pertencente mercado tradicional.

As diferenças relativas a práticas mais restritivas existente no novo mercado acarretam em diferenças financeiras. A tabela 2 mostra essa diferença. É possível perceber (tabela 2) o grande número de empresas que não disponibilizaram seus dados à Economática. A variação no número de observações é reflexo desse problema.

**Tabela 2 – Estatísticas Descritivas para Companhias Brasileiras em 2007**

	Governança corporativa	Mercado Tradicional
<b>Dividendos</b>		
Observações	69	199
% paga	0.80	0.56
Média (R\$ milhões)	269	123
<b>JSCP</b>		
observações	80	199
% paga	0.19	0.14
média (R\$ milhões)	35	9
<b>Valor de mercado</b>		
Observações	132	172
Média (R\$ bilhões)	6.89	4.59
<b>Divida/ativo</b>		
Observações	129	213
Média	0.22	0.80
<b>Lucro/preço</b>		
Observações	104	154
Média	0.05	-0.69

Fonte: Economatica.

A tabela 2 fornece as estatísticas descritivas dos grupos. Existem diferenças substanciais entre os dois grupos. O valor de mercado mostra que as firmas do novo mercado são bem maiores, cerca de 1,5 vez o tamanho das firmas do mercado tradicional. Em 2007 as empresas do novo mercado foram mais lucrativas, ao mesmo tempo em que possuem menores dívidas. Portanto, com base na tabela 2, pode-se inferir que as empresas que aderirão ao mercado com governança corporativa diferenciada têm uma situação financeira melhor. Entretanto não é esperado que essa diferenciação afete o estudo sobre informação assimétrica (Dewenter e Wartehar, 98).

### 3. Metodologia

Para testar a reação do mercado acionário com a política de dividendos existem 2 problemas básicos. O primeiro é isolar a influência de outros anúncios da política de dividendos. Só assim podemos inferir que foi a política de dividendos isoladamente que alterou o preço do ativo.

Aharony e Swary (1980) com intuito de separar a política de dividendos utilizaram apenas observações cujo anúncio dos dividendos fosse realizados, pelo menos, com 14 dias de distanciamento do aviso dos ganhos. Desse modo um anúncio não irá interferir na outra comunicação. Este trabalho usou a mesma metodologia, ou seja, só considerou anúncio de dividendos cuja data distancia ao menos de 14 dias de qualquer outro anúncio feito pela empresa.

Ainda existe uma segunda fonte de dificuldade ao especificar modelos de relação entre dividendos e valor das ações. Esta seria o controle das expectativas dos investidores quanto à política de dividendos. Por exemplo, o mercado espera que determinada empresa irá aumentar em 19% seus dividendos. Entretanto isso não ocorre. A empresa eleva em 5% seus dividendos, o que frustra o mercado. Sendo assim, apesar de não haver corte nos dividendos, o mercado assimila com viés negativo a política de dividendos empregada. Como resultado tem-se uma queda no valor da ação. Ou seja, mesmo aumentando os dividendos ocorre a queda no preço da ação.

Desse fato surge a necessidade de modelar adequadamente os dividendos. Os autores modelam a política de dividendos, para assim, supor qual seria a surpresa da política de dividendo, ou melhor, o dividendo não esperado (Aharony e Swary, 1980; Watts, 1973; Gonedes 1978; Pettit, 1972; Fama e Babiak, 1968).

Entretanto, Asquith e Millins (83) utilizaram uma metodologia mais original, e que obviamente colhe resultados mais robustos. Eles concentraram seus estudos nos primeiros dividendos distribuídos pela firma (só foram contabilizados dividendos cuja firma não distribuía dividendos a mais de dez anos). A suposição feita é que apenas dessa maneira o acréscimo de dividendos pode ter sido, de fato, surpresa para o investidor.

Se as iniciações dos dividendos são inesperadas, o modelo de Asquith e Millins deve incorporar todo o efeito do anúncio dos

dividendos sobre o mercado acionário. O resultado apresentado diz que a distribuição inicial de dividendos está, seguramente, relacionada com um excesso de retorno positivo. Esse efeito é superior as próximas distribuições de dividendos, logo os autores assumem que distribuições subsequentes são previstas. Com base nessa pesquisa, o presente trabalho incorporou a iniciação do pagamento de dividendos para estudar a reação do mercado.

Além das iniciações, as omissões também são extremamente visíveis (Michael et ali, 1995). Segundo esses autores, a reação do mercado acionário à omissão de dividendos é facilmente verificável. Ao lado da iniciação, a omissão gera efeitos intensos no preço dos ativos.

Portanto, o presente trabalho irá apenas utilizar as iniciações e omissões de dividendos com intuito de calcular a reação do mercado. Ademais, somente serão incluídos na amostra anúncios de dividendos cuja data se distâncie ao menos 14 dias de anúncios de renda. Dessa maneira pretende-se isolar a política de dividendos dos anúncios de ganhos bem como captar de maneira mais fiel possível a reação do mercado.

### *3.1 Cálculo do retorno anormal*

Foi usado um estudo de evento com intuito de avaliar o efeito da política de dividendos sobre o mercado acionário. A essência dessa metodologia se resume na tentativa de mensurar impactos nos preços de títulos em função de eventos ocorridos, no caso iniciação e omissão da política de dividendos. Para tanto é subtraído do retorno obtido pelo título uma estimativa de seu valor caso o evento não ocorresse.

Em estudos de eventos é necessária a criação de uma janela, cuja principal função é criar um período de tempo em que se analisa a diferença entre o retorno real e o retorno estimado de um determinado ativo. Segundo Mackinlay (1997), o período de interesse deve ter início anterior à data do evento e incluir, pelo menos, a data do evento e próximo dia.

Dessa forma torna possível mensurar como um evento ocorrido influência o preço do ativo. O cálculo empregado neste trabalho segue a fórmula usada por Michael et ali (1995), Dewenter e Warther (1998), Dierkens (1991) entre outros e pode ser expresso pela equação:

$$AR_{j(a,b)} = \prod_{t=a}^b (1 + R_{jt}) - \prod_{t=a}^b (1 + MR_t), \quad (1)$$

Onde  $AR_{j(a,b)}$  é o retorno anormal da companhia “j” na janela iniciada na data “a” e finalizada na data “b”.  $R_{jt}$  é o retorno observado da companhia “j” e o  $MR_t$  é o retorno do índice de mercado.

Foram utilizados quatro índices de mercado (Índice Bovespa – Ibovespa, Índice Setorial de Telecomunicações – ITEL, Índice de Energia Elétrica – IEE, Índice do Setor Industrial – INDX). O objetivo dos vários índices é empregar índice mais representativo para cada companhia<sup>6</sup>. Ou seja, caso a empresa atue na área de telecomunicação será usado para o cálculo do retorno anormal o índice ITEL. Caso a companhia analisada não se enquadre em nenhuma das áreas com índices específicos divulgada pelo BOVESPA (telecomunicações, energia elétrica e indústria) foi empregado o Ibovespa como índice de mercado.

Também foram estimadas duas janelas, a primeira inicia dois pregões antes da política de dividendo e encerra um pregão após (-2, -1, 0, +1), e a segunda janela um pouco maior iniciando 10 pregões antes e encerrando um dia após o estabelecimento da política de dividendos (-10, -9, ..., -1, 0, +1).

O resultado dessa metodologia pode ser observado na tabela 3. Essa tabela apresenta a média dos retornos anormais da janela grande (-10, +1) e da janela pequena (-2, +1). Segundo Dewenter e Warther (1998) a janela pequena deve captar os efeitos gerados pelos anúncios das políticas de dividendos em si, enquanto a janela maior representa não apenas a reação do mercado à política de dividendos, mas também algum vazamento de informação que tenha ocorrido nos dez dias anteriores ao anúncio.

---

6. Foi utilizada a divisão setorial feita pelo BOVESPA.

*Tabela 3 – Retorno Anormal em Torno da Omissão e Iniciação da Política de Dividendos*

	Omissões		Iniciações	
	Novo mercado	Mercado tradicional	Novo mercado	Mercado tradicional
<b>Janela grande</b>				
Retorno anormal	-0.46%	-4.24%	1.61%	10.30%
Variância média	0.13%	0.11%	0.07%	0.20%
Erro padrão	0.039	0.022	0.011	0.050
Estatística t	-0.11	-1.96**	1.47	2.06**
<b>Janela pequena</b>				
Retorno anormal	-1.97%	-1.94%	1.83%	1.92%
Variância média	0.11%	0.10%	0.07%	0.13%
Erro padrão	0.022	0.010	0.006	0.009
Estatística t	-0.90	-1.88**	3.25***	2.12**

\*, \*\*, \*\*\* Significância a 10%, 5% e 1% respectivamente, para um teste bi caudal.

A maior janela, que compreende os dias (-10, +1), percebe-se que o mercado tradicional possui uma reação muito mais forte que o novo mercado. Para as omissões o retorno anormal do novo mercado é de apenas 0,46% negativo, ao passo que o mercado com menores graus de governança corporativa a média é de 4,24% negativa. As iniciações do novo e mercado tradicional revelam um retorno anormal de 1,61% e 10,30% respectivamente.

Tais resultados encontram um respaldo na teoria, uma vez que por se tratar de empresas menos transparentes a política de dividendos passa maior grau de informação ao mercado. Assim sendo, percebe-se uma maior reação do valor dos títulos às alterações de dividendos no mercado com piores práticas de governança corporativa (mercado tradicional).

Ainda sobre a maior janela, as alterações (fim e início da política de dividendos) ocorridas no novo mercado são discretas, sendo estatisticamente iguais a zero, enquanto os valores encontrados no mercado tradicional diferem de zero estatisticamente. Portanto, pode-se afirmar

a existência de retornos anormais negativos, no mercado tradicional, para a omissão na distribuição de dividendos e de retornos anormais positivos para o início da política de dividendos.

Por fim, comparamos as médias dos retornos anormais encontrados no novo e mercado tradicional. A diferença entre os mercados foi testada através do teste  $t^7$ . A hipótese nula foi rejeitada a 5% de significância, sendo aceita a hipótese alternativa de que o retorno anormal do mercado tradicional é maior do que o retorno do novo mercado. As estatísticas  $t$  encontradas são 1,74 e 1,73 para omissão e iniciação respectivamente. Portanto os diferentes mercados se comportam de modo distinto.

A janela pequena, os retornos anormais se aproximam. O teste de comparação de média não rejeitou a igualdade dos mercados para a janela mais curta. Entretanto algumas diferenciações foram percebidas.

Apesar das médias dos retornos anormais serem próximas, a principal diferença entre os mercados pode ser encontrada na omissão dos dividendos. O teste para o novo mercado apresentou um retorno anormal não diferente de zero, enquanto o mercado tradicional essa mesma estatística é diferente de zero a 5%.

Resumidamente, os testes apontaram para uma grande diferença entre os mercados na maior janela. Não apenas o retorno anormal é extremamente menor no novo mercado, como também é estatisticamente igual a zero. No mercado tradicional, a reação do mercado é mais intensa e estatisticamente diferente de zero. Por fim um teste de comparação de médias revelou a diferença entre os mercados.

Portanto, por meio desses testes podemos inferir que o mercado se comporta diferentemente conforme a política de dividendos conduzida pela empresa. Existe uma reação mais forte a alterações na política de dividendos quando a firma não faz parte do novo mercado, ou seja, não possui governança corporativa diferenciada.

Quando analisamos a janela mais curta, essa diferença diminui. Esse efeito também foi percebido por trabalhos semelhante (Dewenter e Warther, 1998). Uma pequena janela temporal diminui a diferença

---

7. Dados os resultados anteriores, a hipótese nula é que a reação do mercado tradicional é maior que a do novo mercado.  $H_a = RA_{vm} > RA_{nm}$ .

entre os mercados. Entretanto, todos os retornos anormais do mercado tradicional são significantes, enquanto a omissão de dividendos no novo mercado não gerou uma estatística estatisticamente diferente de zero.

### *3.2 Análise multivariada*

Os testes com apenas uma variável (média dos retornos anormais) apontaram para uma menor reação do mercado acionário no novo mercado, cujo conjunto de regras impostas, conhecidas como boas práticas de governança corporativa são mais exigentes do que as presentes no mercado tradicional da BOVESPA.

Entretanto, esse resultado não envolve uma série de variáveis que influenciam o retorno anormal. Anúncios de renda têm o poder de alterar o retorno de determinado ativo. Outro fator que interfere na magnitude dos retornos anormais é o período de tempo (em anos) que as empresas estão (ou não estão) pagando os dividendos. A surpresa com a omissão nos dividendos tende ser maior com as empresas que pagam dividendos a vários anos. O mesmo vale para as empresas que iniciam a distribuir renda dessa forma. Uma empresa que nunca pagou dividendo (ou passou anos sem pagar) tende a criar uma maior surpresa com o pagamento dos dividendos do que uma empresa que não paga dividendo há apenas um ano.

Logo a análise multivariada permite incorporar essas variáveis ao modelo. Asquith e Mullins (1983) mostraram que a reação do mercado americano a iniciação (ou após vários anos) no pagamento de dividendos é maior. Portanto, a distribuição de dividendos acarreta em maiores surpresas ao mercado acionário quanto maior for o tempo em que a companhia não utilizou desse expediente.

Outro fator imensamente discutido<sup>8</sup> é a relação entre os anúncios de lucro e dividendos. A relação entre eles e o potencial de ambos em influenciar o mercado é tema de infundáveis debates, porém não existem embates acerca da potencialidade dos anúncios de lucro em influenciar o mercado acionário.

---

8. (Modigliani e Miller (1958), (Modigliani e Miller, (1961), Aharony e Swary (80), Asquith e Millins (83), Kane et ali (84), e muitos outros.

Kane, Lee e Marcus (1984) examinaram o efeito conjunto dos anúncios de ganhos e dividendos sobre os retornos das ações. Para os autores o mercado avalia de maneira conjunta os dois efeitos, por conseguinte todos os modelos que estudam individualmente os anúncios têm uma representação errônea de como funciona o mercado. A conclusão do artigo evidencia que os anúncios são interpretados de forma conjunta. O mercado faz uso de ambos os anúncios para formar o preço dos ativos. Dessa forma é necessário isolar o efeito do anúncio de lucro dos anúncios de dividendos.

Para controlar o efeito do anúncio do lucro foram excluídas todas as observações cujo anúncio de dividendos distanciava menos do que 14 dias.

Para controlar a estabilidade na política de dividendos, e com isso o grau de surpresa com a alteração da política, foi criada a variável “anos”. Essa variável é igual à quantidade de anos consecutivos que a empresa pagou dividendos antes da omissão, ou iguais aos anos que a empresa não pagava dividendos antes de iniciar a distribuição de lucros via dividendo. Uma maior quantidade de anos deve estar relacionada com uma maior surpresa e, conseqüentemente, com maiores retornos anormais.

A tabela 4 mostra o resultado da regressão em mínimos quadrados. A variável dependente é o retorno anormal. As variáveis explicativas são o período de tempo em anos e uma *dummy* que diferencia o novo mercado do tradicional.

**Tabela 4 - Regressão Multipla**

	Iniciação		Omissão	
	pequena	grande	pequena	grande
Mercado tradicional	-0.00055	0.0839**	-0.0215	-0.0607***
estat. t	-0.05	1.93	-1.25	-1.75
Anos	0.00486**	0.0058	0.0008	0.0059
estat. t	2.09	0.61	0.21	0.78

\*, \*\*, \*\*\* Significância a 10%, 5% e 1% respectivamente.

Entre as duas variáveis em questão, a *dummy* mercado tradicional é a mais importante, uma vez que avalia a diferenciação entre os mercados

(novo e mercado tradicional). Essa variável apresentou significância apenas na maior janela (-10, +1), ao passo que na janela mais curta a diferenciação entre os mercados não foi comprovada por essa regressão.

O valor apresentado pela dummy está em conformidade com a teoria. Pois, ao iniciar o pagamento de dividendos o preço da ação tende a subir. O coeficiente positivo e significativo apontado no teste (0,0839) revela que os títulos do mercado tradicional tende a reagir mais fortemente do que os títulos do novo mercado.

Assim, a maior reação deriva da maior assimetria de informações existente no mercado tradicional. Piores práticas de governança corporativas acarretam em menor transparência da empresa que consequentemente geram uma maior grau de informação existente nos dividendos.

Para a omissão de dividendos o raciocínio é o oposto. O sinal negativo do coeficiente mostra uma maior reação do mercado. Quando a firma suspende o pagamento de dividendos, o mercado acionário tende a avaliar mal a empresa. Assim o preço da ação da empresa cai. Portanto a reação de mercado está inversamente relacionada com o retorno anormal do papel. O coeficiente significativo e negativo (-0,607) revela uma queda no valor do ativo maior do que o novo mercado.

Mais uma vez o mercado tradicional reage com maior vigor, expondo uma maior insegurança dos acionistas. Segundo a teoria da informação existente nos dividendos, a política de dividendos do mercado tradicional passa mais informação ao mercado. Preenchendo um lapso de informação entre os administradores e seus acionistas. Assim sendo, pode-se inferir a existência de maiores níveis de informação assimétrica no mercado tradicional.

#### **4. Variação da política de dividendos**

Os itens anteriores forneceram evidências da menor assimetria de informação existente no novo mercado. Como resultado, temos uma menor variação do mercado acionário dado alterações das políticas de dividendos.

Em sendo verdade tal assertiva, podemos esperar uma menor relutância das empresas do novo mercado em alterar os dividendos. O raciocínio é o seguinte: menor informação assimétrica gera menor

reação do mercado; uma menor reação do mercado faz com que os administradores possam alterar mais corriqueiramente sua política de dividendos.

Os administradores de empresas do novo mercado estaria menos preocupados com a reação do mercado à alterações na política de dividendos. Desta forma, as empresas poderiam ajustar o volume distribuído de dividendos ao desejado pela empresa. Portanto, as firmas do novo mercado alterariam mais frequentemente a política de dividendos.

A tabela 5 mostra duas frequências de distribuição da política de dividendos. O Painel A exibe as omissões e iniciações da política de dividendos no novo e no mercado tradicional. O Painel B apresenta a quantidade de aumentos (superiores a 25%) nos dividendos distribuídos bem como a redução também superior a 25%<sup>9</sup>.

*Tabela 5 – Distribuição de Frequência das Alterações nos Dividendos*

Painel A: Dividendos omissões e iniciações				
	Total obs.	Iniciação	Omissão	Continuação
Novo mercado	247	52	9	186
Porcentagem	100.00%	21.05%	3.64%	75.30%
Mercado tradicional	537	46	30	461
Porcentagem	100.00%	8.57%	5.59%	85.85%
Painel B: Dividendos aumentos e diminuições				
	Total obs.	Aumentos	Diminuições	Continuação
Novo mercado	188	78	52	58
Porcentagem	100.00%	41.49%	27.66%	30.85%
Mercado tradicional	1473	459	410	604
Porcentagem	100.00%	31.16%	27.83%	41.00%

Fonte: Economática.

A tabela 5 confirma a hipótese de que o novo mercado tende a variar mais sua política de dividendos. A segunda coluna do Painel A mostra que 75,30% das companhias do novo mercado não alteraram sua política de dividendos, ao passo que 85,85% das empresas do

9. Os dividendos foram deflacionados pelo IPCA.

mercado tradicional preservaram os dividendos. Ou seja, existe uma diferença relevante, superior a 10%, na perpetuação dos dividendos entre os mercados.

Foi empregado um teste qui-quadrado para comparar a frequência do Painel A. O objetivo é comparar os mercados para inferir se a diferença nas frequências advém do acaso, ou se os resultados expostos na tabela pertencem a populações diferentes.

O resultado apontou para uma estatística de 24,665. Esse resultado rejeita a 1% de significância a hipótese de que os diferentes mercados pertençam à mesma população. Portanto o teste qui-quadrado apontou para distinção entre os mercados.

O painel B trás a frequência dos aumentos e diminuições dos dividendos distribuídos. O resultado obtido pelo teste qui-quadrado tem a mesma interpretação. A 5% de significância foi rejeitada a hipótese nula, logo a decisão na alteração de dividendos ocorre de maneira diferenciada.

Portanto, a fixação do valor de dividendos a ser distribuídos não acontece do mesmo modo nos diferentes mercado. Atrás das políticas de dividendos existem parâmetros diferenciados que levam o novo mercado a modificar mais frequentemente seus dividendos. A resposta para essa diferença pode ser a menor resposta do mercado a alterações do novo mercado.

Assim sendo, os administradores modificariam mais os dividendos de modo que adequasse o valor distribuído com a necessidade da empresa. No mercado tradicional tal política não pode ser utilizada, pois a reação à política de dividendos ocasionaria problemas que inviabilizaria uma alteração constante dos dividendos.

#### *4.1 Lucros e dividendos*

A maior propensão a alterar os dividendos também pode ser medida pela relação entre lucro e dividendos. Empresas mais transparentes, que apresentam menores reações do mercado a alterações na política de dividendos, podem ajustar mais rapidamente o valor dos dividendos distribuídos com o lucro gerado.

O teste proposto tem por base a taxa de *payout* (dividendos / lucro). Quando o lucro aumenta (diminui), o *payout* tende a diminuir

(aumentar). Se as companhias possuem uma proporção ótima de payout (Lintner 56), podemos esperar que os dividendos variem de acordo com a alteração do lucro. Assim sendo, a taxa de *payout* permaneceria constante.

Entretanto, as companhias do mercado tradicional não alteram com tanta rapidez os dividendos. Uma vez que o mercado reage fortemente a alterações na política de dividendos. Logo podemos esperar que alterações no lucro não sejam acompanhadas pelos dividendos no mercado tradicional, ao passo que no novo mercado a relação entre lucro e dividendos seja mais linear.

A tabela 6 relaciona alterações no lucro com mudanças nos *payout*. Foram incluídas as empresas que distribuíram dividendos em pelo menos quatro anos de 2000 a 2007. As empresas do novo e mercado tradicional foram separadas e os lucros foram divididos em etapas.

**Tabela 6 – Aumento nos Lucros e a taxa de Payout**

Painel A: Aumento no lucro						
Lucro	obs.	Mercado tradicional		obs.	Novo mercado	
		Pay out			Pay out	
		Aumento	Diminui		Aumento	Diminui
Maior 50%	144	73	71	35	20	15
		50.69%	49.31%		57.14%	42.86%
(50% 25%)	53	21	32	11	6	5
		39.62%	60.38%		54.55%	45.45%
(25% 10%)	50	22	28	13	6	7
		44.00%	56.00%		46.15%	53.85%
(10% 0%)	25	14	11	5	2	3
		56.00%	44.00%		40.00%	60.00%

Fonte: Economatica.

Um aumento na lucratividade, com os dividendos constantes, diminui a taxa de *payout*. A tabela 6 revela que a taxa de diminuição de *payout* no mercado tradicional é superior a do novo mercado. Logo o aumento de lucro não foi repassado via dividendos, uma vez que as empresas do mercado tradicional têm maiores dificuldades para alterar sua política de dividendos.

Em todas as faixas que existiu um aumento significativo de lucro (superiores a 10%), a afirmação do parágrafo anterior é verdadeira. A faixa que o aumento de lucro é pequeno (10% a 0%) tal relação não é observada.

Lintner (1956) sugeriu que os administradores são particularmente relutantes em cortar dividendos, por causa dos sinais negativos que enviam ao mercado. Portanto, a relação dos dividendos com a diminuição dos lucros é mais significativa. A tabela 7 apresenta a relação do *payout* com a diminuição dos lucros.

**Tabela 7 – Diminuição nos Lucros e a taxa de Payout**

Lucro	obs.	Mercado tradicional		obs.	Novo mercado	
		Pay out			Pay out	
		Aumento	Diminui		Aumento	Diminui
(0% -10%)	35	21	14	8	0	8
		60.00%	40.00%		0.00%	100.00%
(-10% -25%)	45	24	21	7	3	4
		53.33%	46.67%		42.86%	57.14%
(-25% -50%)	59	30	29	16	8	8
		50.85%	49.15%		50.00%	50.00%
Maior -50%	190	97	93	47	24	23
		51.05%	48.95%		51.06%	48.94%

Fonte: Económica.

A diminuição dos lucros tende a aumentar a taxa de *payout*. Por não sofrer tanta pressão do mercado acionário, as empresas do novo mercado podem alterar seus dividendos de modo que a taxa de *payout* não aumente desnecessariamente. As empresas do mercado tradicional, com menores graus de governança corporativa, não podem ajustar os dividendos a diminuição de lucro, pois temem a reação do mercado.

A tabela 7 apresenta a quantidade de aumentos no *payout* dada as diferentes lucratividades (prejuízos). Podemos perceber que o novo mercado se ajusta mais frequentemente a diminuição nos lucros. Nos dois primeiros níveis de lucratividade existe uma diferença considerável entre os mercados. Sendo que o novo mercado apresenta uma quantidade percentual de aumentos (0% e 42,86%) menor do que as companhias do mercado tradicional (60% e 53,33%).

Também foi realizado um teste qui-quadrado cujo resultado apontou para rejeição da hipótese nula a 5% de significância. Portanto, os dois mercados não se comportam de modo semelhante a uma diminuição na lucratividade da empresa. Enquanto o novo mercado tende a diminuir a distribuição de dividendos (deixando o *payout* fixo), as companhias do mercado tradicional não alteram a política de dividendos.

Assim, podemos inferir que o novo mercado segue uma proporção ótima de distribuição de dividendos. Ao passo que a política de dividendos das empresas do mercado tradicional é mais engessada.

Segundo a teoria da informação contida nos dividendos, essa constatação tem origem na maior informação assimétrica existente no mercado tradicional. Como os acionistas detêm pouca informação acerca dessas empresas, a política de dividendos passa a ter um papel importantíssimo. Pois esta mune o mercado de informação. Alterações na política de dividendos são traduzidas como sinais ao mercado. Para evitar grandes variações no mercado acionário, as empresas com menores graus de governança corporativa (mercado tradicional) evitam alterar os dividendos.

Como resultado desse modelo, temos políticas de dividendos distintas entre o novo mercado e o mercado tradicional. O mercado, com mais transparência, tende a manter a taxa de *payout* constante, alterando os dividendos à medida que o lucro varia.

### Conclusão

O presente trabalho estudou na relação existente entre informação assimétrica, política de dividendo no mercado brasileiro. Para tanto o mercado acionário nacional foi dividido em dois: novo mercado, formado por empresas pertencente ao novo mercado, nível 2 e nível 1. Portanto o novo mercado é composto por empresas com práticas adicionais de governança corporativa. O mercado tradicional, por sua vez, é formado por empresas do mercado tradicional do IBOVESPA, ou seja, empresas que não adotaram nenhuma prática adicional de governança corporativa.

A ambição central do trabalho foi examinar se o novo mercado trouxe atribuições positivas ao mercado acionário nacional. Ou seja,

testar se de fato a criação do novo mercado diminuiu o distanciamento dos acionistas das empresas, de forma que a assimetria de informação também fosse reduzida.

Para tanto foi calculada o retorno anormal do mercado acionário à omissões e iniciações das políticas de dividendos. Muitos trabalhos sobre o tema utilizam retornos anormais como aproximação da informação assimétrica.

O mercado tradicional apresentou retornos anormais superiores ao novo mercado. Em todas as janelas, tanto nas omissões quanto nas iniciações da política de dividendos, os retornos anormais do mercado tradicional foram estatisticamente diferentes de zero. Ou seja, o mercado acionário reage mais fortemente a alterações na política de dividendos do mercado tradicional.

Conclui-se desse resultado, que as empresas do mercado tradicional possuem maior assimetria de informação. Devido a esse distanciamento entre a empresa e seus acionistas, o mercado responde de maneira mais energia a alterações na política de dividendos. O mercado preenche a falta de informação com a política de dividendos.

Ademais foi empregado um teste qui-quadrado que apontou para a distinção entre os mercados. Ou seja, as empresas do novo mercado formam uma população diferente das empresas do mercado tradicional. No que se refere a política de dividendos os mercados não se comportam de maneira semelhante, fazem parte de populações distintas.

Portanto existem evidências de que os mercados têm características diferentes, e que o novo mercado tem menor grau de assimetria nas informações. Logo, a criação do novo mercado trouxe atribuições positivas, uma vez que possibilitou a queda da informação assimétrica.

Outros testes foram realizados para aumentar a solidez dos resultados. Utilizando a frequência nas alterações da política de dividendos inferiu-se sobre a informação assimétrica existentes nos diversos mercados. A idéia é testar a informação assimétrica de outra forma, sem usar o retorno anormal. Desta maneira podemos aumentar a credibilidade do resultado, pois esse é demonstrado por duas fontes distintas.

A suposição feita é que os administradores, cujas empresas possuem altos graus de informação assimétrica, relutam a modificar a política de dividendos. Pois a alteração nos dividendos dessas empresas emite sinais ao mercado. Esses sinais viram distúrbios no caso da omissão ou

corde nos dividendos. Os administradores também evitam elevar os dividendos temerosos de não conseguir sustentar esse aumento, e no futuro, serem obrigados a cortar. Em síntese, empresas pouco transparente, sem boas práticas de governança corporativa tendem a sofrer mais com alterações nos dividendos, portanto tem suas políticas de dividendos mais engessadas.

A tabela 5 mostra que a política de dividendos do mercado tradicional altera com menor frequência. Mais uma vez um teste qui-quadrado apontou para diferença entre os novos mercado e o mercado tradicional.

Por fim analisamos a relação entre o lucro e o dividendo nos diferentes mercados. As empresas do novo mercado alteram a quantidade de dividendos distribuída de modo que o *payout* (dividendos/lucro) permaneça constante. Ou seja, as companhias têm uma quantidade ótima de distribuição de renda e não fogem dessa relação.

Não foi observada na mesma magnitude essa relação nas empresas do mercado tradicional. A queda na lucratividade gerou aumentos no *payout*, portanto os dividendos não foram ajustados. O mesmo ocorreu quando os lucros cresceram.

### Referências bibliográficas

- AHARONY, J. and SWARY, I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *Journal of Finance*, v. 35, n. 1, p. 1-12, 1980.
- ASQUITH, P. and MULLINS, D. W. Jr. The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *The Journal of Business*, vol. 56, No. 1. p. 77-96, jan., 1983.
- ASSAF Neto, A. *Finanças Corporativas e Valor*, 3ª edição, São Paulo, Atlas, 2007.
- DEWENTER, K. L. and WARTHER, V. A. Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms. *The Journal of Finance*, v. 53, n. 3, p. 879-904, jun. 1998.
- DIERKENS, N. Information Asymmetry and equity issues. *Journal of finance and quantitative analysis*, v. 26, n. 3. jun 1991.
- EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review*. V. 74, p. 650-659, 1984.

- FAMA, E. F. and BABIAK, H. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, v. 63, n. 324, p. 1132-1161. 1968.
- GONEDES, N. J. Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence of dividends, income, and extraordinary items. *Journal of Accounting Research*, vol. 16, n.1, p. 26-79, 1978.
- GROSSMAN, S. J. and HART, O. D. Corporate financial structure and managerial incentives, in John McCall, ed.: *The Economics of Information and Uncertainty* (University of Chicago Press, Chicago, Ill.) 1982.
- JENSEN, M. J. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *The American Economic Review* v.76, p. 323-329. 1986
- KANE, A.; LEE, Y. K. and MARCUS, A. Earnings and Dividend Announcements: Is There a Corroboration Effect? *The Journal of Finance*, Vol. 39, n. 4, p. 1091-1099, Set. 1984.
- LINTNER, J. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, v. 46, p. 97-113, 1956.
- MACKINLAY, A. C. Event-studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, v. 35, p. 13-39, 1997.
- MICHAELY, R., THALER, R. H. and WOMACK, K. L. Price reactions to dividend initiations and omissions: Overreaction or drift?, *Journal of Finance* v. 50, p. 573-608, 1995.
- MODIGLIANI, F. and MILLER, M. H. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, p. 411-33, Out, 1961.
- MODIGLIANI, F. and MILLER, M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *ibid.*, p. 261-97, 1958.
- PETTIT, R. R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, vol. 27, n. 5, p. 993-1007, 1972.
- WATTS, R. The Information Content of Dividends. *The Journal of Business*, Vol. 46, N° 2, pp. 191-211, 1973.

Recebido em: agosto de 2009

Aprovado para publicação em: outubro de 2009