

Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado

Luiz Maurício Franco Moreiras
Elmo Tambosi Filho
Fabio Gallo Garcia

Recebido em 05/julho/2010
Aprovado em 28/novembro/2011

Sistema de Avaliação: *Double Blind Review*
Editor Científico: Nicolau Reinhard

DOI: 10.5700/rausp1066

RESUMO

Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou uma listagem em que diferenciava as empresas que voluntariamente aceitassem práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A finalidade da inovação era estreitar a relação entre as empresas e os seus investidores, diminuindo a assimetria informacional e dando maior segurança ao investidor. O objetivo neste artigo é testar os efeitos gerados por essa iniciativa sobre a informação assimétrica do mercado acionário. Para tanto, foi realizado um estudo de eventos tendo como variável central a política de dividendos. O resultado revela que as companhias que aderiram aos mercados com graus diferenciados de governança apresentam menores graus de informação assimétrica e, desse modo, inseriram-se em um ambiente institucional mais seguro. Em outras palavras, a iniciativa da Bovespa teve êxito ao mitigar o problema da informação assimétrica no mercado acionário brasileiro.

Palavras-chave: informação assimétrica, novo mercado, política de dividendos.

1. INTRODUÇÃO

O debate acerca da governança corporativa ganhou grande destaque por dois acontecimentos distintos. Na esfera nacional, a reestruturação societária das grandes empresas nacionais motivadas pelas privatizações e a abertura da economia a empresas estrangeiras suscitaram o tema, segundo Silva (2004). Esse fato tem ocorrido com maior vulto nas últimas décadas, resultado da estabilização da moeda e de sucessivas políticas com características liberais adotadas pelo Brasil.

No âmbito internacional, foram as fraudes contábeis da Enron e da Worldcom. Tais empresas, gigantes nos setores de energia e telecomunicação

Luiz Maurício Franco Moreiras, Graduado em Economia pela Universidade Estadual de Campinas, Mestre em Teoria Econômica pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Doutor em Finanças pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo, é Analista do Banco Central do Brasil (CEP 01310-922 – São Paulo/SP, Brasil), Professor da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

E-mail: luiz.moreira@bcb.gov.br

Endereço:

Banco Central do Brasil
Departamento Operações Bancárias e
Sistema de Pagamentos
Avenida Paulista, 1804
01310-922 – São Paulo – SP

Elmo Tambosi Filho, Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade Federal de Santa Catarina, *Visiting Research Fellow* pela *Cleveland State University*, Pós-Doutor em Administração pela Fundação Getulio Vargas, é Professor da Universidade Metodista de São Paulo (CEP 09641-000 – São Bernardo do Campo/SP, Brasil).

E-mail: elmottf@hotmail.com

Fabio Gallo Garcia, Graduado em Engenharia Agrimensura pela Faculdade de Engenharia Agrimensura de Pirassununga e em Administração de Empresas pela Fundação Octávio Bastos, Mestre e Doutor em Administração de Empresas pela Fundação Getulio Vargas de São Paulo, Doutorando em Filosofia, é Professor da Fundação Getulio Vargas de São Paulo (CEP 01313-001 – São Paulo/SP, Brasil) e da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

E-mail: fabio.gallo@fgv.br

respectivamente, abalaram o mercado de ações, e suas condutas geraram repercussões negativas em diversas bolsas de valores.

O resultado atingido com esse episódio foi o descrédito acerca das instituições que regulam o mercado acionário. O Brasil enfrentou episódios similares de fraudes contábeis. Durante a década de 1990, vários bancos forjaram balanços com o intuito de esconder sua real situação. Os casos dos bancos Nacional, Econômico, Boavista e Noroeste estremeceram o setor bancário nacional acarretando grandes perdas para o setor bancário, para o governo e, conseqüentemente, para a sociedade como um todo. Mais recentemente, o banco Panamericano apresentou problemas semelhantes.

Todas essas práticas criminosas afetam a credibilidade do mercado de capitais, uma vez que diminuem a confiança nos balanços publicados. Sem um respaldo sólido da situação financeira de uma empresa, torna-se difícil atribuir valores aos papéis. O mercado de capitais fica sem parâmetros, em um terreno instável que perturba todo o sistema de arrecadação de fundos via bolsa de valores.

Cientes da importância do momento histórico vivido e visando amenizar os problemas acima expostos, em dezembro de 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) criou, aos moldes da experiência alemã (*Neuer Market*), um mercado para empresas que aceitassem voluntariamente práticas adicionais de governança corporativa. O objetivo era formar um mercado com menor grau de assimetria informacional, que acarretasse na diminuição dos riscos e fomentasse a arrecadação de recursos.

A base dessa afirmação baseia-se em diversas teorias que mostram que maiores níveis de *disclosure* e de governança corporativa reduzem a assimetria de informação entre os acionistas e gestores (COPELAND e GALAI, 1983; GLOSTEN e MILGROM, 1985; KYLE, 1985; DIAMOND e VERRECCHIA, 1991).

O objetivo neste artigo é testar os efeitos gerados pela iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) sobre a informação assimétrica das empresas. Por meio da política de dividendos, no presente trabalho se testou se realmente a criação do mercado com práticas adicionais de governança gerou um ambiente com menor informação assimétrica.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Companhias de capital aberto defrontam-se com uma variável de imensurável complexidade, a política de dividendos, que desde o trabalho seminal de Lintner (1956) é tema de infindáveis análises. Esse interesse é devido ao duplo caráter dessa variável, ora atuando internamente por meio das políticas de desenvolvimento e crescimento da empresa, ora agindo como canal de comunicação da empresa com o mercado, segundo o argumento da teoria da sinalização. Uma das vertentes de estudo que mais prosperaram tem por base o diálogo entre a empresa e os seus acionistas.

A literatura sobre dividendos destaca dois modelos para tratar da comunicação entre empresa e acionista: conflitos de agência e informação assimétrica. Os modelos com base no conflito de agência pregam que os administradores e os acionistas podem ter interesses conflitantes. Uma das causas desse conflito é a política de dividendos. Tal teoria analisa o papel dos dividendos como um mecanismo de disciplinar os administradores. O dividendo reduziria o fluxo de caixa disponível para o administrador, submetendo-o, assim, a uma política mais restrita, mais austera, conforme Grossman e Hart (1982), Easterbrook (1984) e Jensen (1986).

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

Os dividendos serviriam para atenuar essa diferença, na medida em que a política de dividendos passa informação aos acionistas. Alterações nessa política estariam relacionadas com mudanças futuras no ganho da firma. Como os acionistas detêm pouca informação acerca dessas empresas, a política de dividendos passa a ter um papel importantíssimo, pois mune o mercado de informação. Alterações na política de dividendos são traduzidas como sinais ao mercado.

Os testes aplicados têm por base a relação entre política de dividendos e variação do preço das ações, conforme explicado no parágrafo anterior. Em empresas com grande lapso de informação, a política de dividendos deve passar um maior volume de informação, dessa forma o preço das ações deve sofrer grandes alterações. Em mercados com pouca assimetria informacional, por sua vez, as mudanças na política de dividendos devem gerar pouco impacto nos preços. Na figura 1 pode ser observada a relação entre informação assimétrica e variação no preço da ação.

A governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de processos, costumes, políticas, leis que regulam o modo como uma empresa é administrada. A maior quantidade e a melhor qualidade da informação prestada, premissas básicas da governança, permitem uma queda na assimetria de informação existente nos mercados de capitais.

Em dezembro de 2000, a Bovespa criou uma listagem em que diferenciava as empresas que voluntariamente aceitassem práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As práticas adotadas podem ser conferidas no quadro 1.

O objetivo neste artigo é testar os efeitos gerados pela iniciativa da Bovespa sobre a informação assimétrica das empresas. Por meio da política de dividendos, no presente trabalho se testou se realmente a criação do mercado com práticas adicionais de governança gerou um ambiente com menor informação assimétrica.



Figura 1: Relação entre Informação Assimétrica e Variação no Preço da Ação

Quadro 1

Quadro Explicativo das Práticas dos Mercados Diferenciados

Itens	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1	Tradicional
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	No mínimo 25% de <i>free float</i>	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de <i>Tag Along</i>	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bovespa.

Nota: US GAAP = *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*
IFRS = *International Financial Reporting Standards*

Para essa análise, foi realizado um estudo de evento das iniciações (primeira distribuição de dividendos) e omissões (interrupção da 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), por não temerem a reação do mercado, apresentem maior frequência de ajustamento em sua política de dividendos.

No Brasil, existem vários trabalhos sobre a capacidade da política de dividendos em alterar o preço das ações conforme verificado nos trabalhos de Carvalho (1998), Neto e Saito (2002), Heineberg e Procianoy (2003), Loss e Neto (2003), Procianoy e Verdi (2003), Firmino, Santos e Matsumoto (2004), Silva (2004), Freire *et al.* (2005), Perobelli, Zanini e Santos (2009) e Procianoy e Verdi (2009).

Conforme Perobelli, Zanini e Santos (2009, p.145):

“De maneira geral, os acionistas ordinários parecem reconhecer de forma mais adequada (comparativamente às teorias) o conteúdo informacional dos dividendos, imprimindo uma queda mais acentuada na distribuição de empresas em expansão (4,26% por 1% de *yield*) e uma queda mais moderada na de empresas maduras (1,56% por 1% de *yield*)”.

Dessa maneira, a política de dividendos é analisada pelos investidores, que julgam o estágio de maturidade da empresa e a necessidade de capital, entre outros atributos.

Loss e Neto (2003) questionaram a importância dos dividendos no mercado nacional. Os autores observaram um potencial de sinalização dos dividendos, ademais os administradores acreditam na capacidade dos dividendos em munir o mercado com informações sobre o lucro futuro da companhia. Dessa forma, os dividendos têm importância no cenário interno.

Carvalho (1998) encontrou valores superiores aos esperados para as ações nos dias após o pagamento dos dividendos. Segundo o autor, os resultados não podem ser explicados pelo diferencial de impostos. Portanto, essas operações envolvendo as datas do pagamento de dividendos geraram retornos anormais expressivos. Logo os dividendos alteraram o preço das ações de modo extremamente significativo.

Procianoy e Verdi (2003) evidenciaram um retorno anormal no mercado brasileiro entre os anos de 1989 e 1993. Dos 693 eventos estudados pelos autores, apenas 5% apresentaram um resultado dentro do intervalo teórico esperado.

Neto e Saito (2002) estudaram a reação do preço das ações após o anúncio de dividendos. O resultado mostrou um retorno anormal para o período de 90 dias depois do evento. Segundo

os autores, o retorno anormal foi de 21,97% para as empresas que pagam maiores dividendos; 5,16% para as empresas que pagavam dividendos moderados e de -15,50% para as empresas que pagavam poucos dividendos.

Em contrapartida, Bueno (2002) e Firmino, Santos e Matsumoto (2004) analisaram a reação do mercado brasileiro à política de dividendos e não comprovaram que ações de altos dividendos tendem a possuir retornos superiores à média.

No presente artigo, extrapola-se um pouco essa questão. Além de analisar a reação acionária do mercado à política de dividendos, também confronta de maneira direta as empresas pertencentes ao mercado com governança corporativa diferenciada (Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1) das demais empresas quanto à informação assimétrica.

Os resultados obtidos mostraram que as companhias brasileiras que aderiram a esse mercado apresentam menores níveis de assimetria informacional. Portanto, nessas empresas, a política de dividendos apresentou um impacto reduzido quando comparado ao impacto gerado nas empresas sem graus diferenciados de governança.

3. DESCRIÇÃO DOS DADOS

A amostra utilizada é composta pelas ações mais negociadas de empresas de capital aberto listadas na Bovespa. O período observado abrange os anos de existência do Novo Mercado, entre 2000 e 2008, e apresenta um total de 345 empresas.

A distribuição das empresas entre os setores pode ser conferida no quadro 2, em que há predominância de empresas do setor de energia elétrica (11,6%), seguidas pelo ramo de construção (9,5%). No entanto, a amostra é bem diversificada,

Quadro 2

Setores de Atuação das Empresas

Ramo de Atividade	Número de Empresas	Ramo de Atividade	Número de Empresas
Agro e Pesca	4	Petróleo e Gas	6
Alimentos e Bebidas	20	Química	15
Comércio	15	Siderurgia e Metalurgia	28
Construção	33	Software e Dados	2
Eletroeletrônicos	8	Telecomunicações	13
Energia Elétrica	40	Textil	29
Máquinas Industriais	5	Transporte Serviços	14
Mineração	8	Veículos e peças	18
Minerais não Metálicos	4	Outros	77
Papel e Celulose	6	Total	345

englobando de maneira realista os diversos setores da economia nacional.

As fontes de dados empregadas foram a Economática e dados extraídos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Dados relativos à companhia (lucratividade, dívida, valor de mercado, dividendos, juros sobre o capital próprio e preço das ações) foram extraídos da Economática, ao passo que as informações referentes às datas de assembleias e demais comunicados feitos por parte das empresas foram provenientes da CVM.

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

Após o filtro, as empresas remanescentes foram separadas em dois grupos, conforme o mercado em que se inserem. 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 companhia foi classificada como mercado tradicional.

As diferenças relativas às práticas mais restritivas existentes no Novo Mercado acarretam diferenças financeiras, exibidas na tabela 1. Uma observação importante reside no fato de que existe grande número de empresas, no mercado tradicional, que não disponibilizou seus dados à Economática.

Tabela 1

Estatísticas Descritivas para Companhias Brasileiras em 2008

Itens	Novo Mercado	Mercado Tradicional
Dividendos e JSCP		
• Observações	134	193
• Porcentagem paga	75%	47%
• Média (por ação)	0,45	0,34
Valor de Mercado		
• Observações	134	151
• Média (bilhões)	3.897	3.211
Dívida/Ativo		
• Observações	133	149
• Média	54,10%	56,37%
Lucro/Ativo		
• Observações	132	180
• Média	2,71%	-6,97%

A tabela 1 fornece as estatísticas descritivas dos grupos. Existem diferenças substanciais entre os dois grupos de firmas. O valor de mercado (aproximação de tamanho) mostra que as firmas do Novo Mercado são bem maiores, cerca de 20% maiores do que as companhias do mercado tradicional. Observa-se, também, que as empresas do Novo Mercado pagam mais dividendos e juros sobre capital próprio (75% contra 47%), sendo o montante de dividendo médio pago no Novo Mercado 32% maior do que no mercado tradicional.

Em 2008, as companhias do Novo Mercado foram bem mais lucrativas, ao mesmo tempo em que possuem menores dívidas. Portanto, pode-se inferir que as empresas que aderiram ao mercado com governança corporativa diferenciada tiveram em 2008 uma situação financeira melhor. Entretanto, não é esperado que essa diferenciação afete o estudo sobre informação assimétrica (DEWENTER e WARTHER, 1998).

4. METODOLOGIA

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

Aharony e Swary (1980), com o intuito de separar a política de dividendos, utilizaram apenas observações cujo anúncio dos dividendos fosse realizado, pelo menos, com 14 dias de distanciamento do aviso dos ganhos. Desse modo, um anúncio não interferiria na outra comunicação. Neste trabalho, usou-se a mesma metodologia, ou seja, só se considerou anúncio de dividendos cuja data se 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, que seria o controle das expectativas dos investidores quanto à política de dividendos. Por exemplo, o mercado espera que determinada companhia irá aumentar em 10% 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, há uma queda no valor da ação. Em outras palavras, mesmo aumentando-se 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 (FAMA e BABIAK, 1968; PETTIT, 1972; WATTS, 1973; GONEDES, 1978; AHARONY e SWARY, 1980).

Entretanto, Asquith e Mullins Jr. (1983) utilizaram uma metodologia mais original, 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 havia mais de dez anos). A suposição feita é que apenas dessa maneira o acréscimo de dividendos pode ter sido surpresa para o investidor.

Se as iniciações dos dividendos são inesperadas, o modelo de Asquith e Mullins Jr. (1983) 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 à distribuição posterior de dividendos, logo os autores assumem que distribuições subsequentes são previstas. Com base nessa pesquisa, no presente trabalho incorporou-se a iniciação do pagamento de dividendos para estudar a reação do mercado.

Além das iniciações, as omissões também são extremamente visíveis (MICHAELY, THALER e WOMACK, 1995). Segundo Michaely, Thaler e Womack (1995), a reação do mercado acionário à omissão de dividendos é facilmente verificável. Ao lado da iniciação, a omissão gera efeitos intensos sobre os preços dos ativos.

Portanto, no presente trabalho utilizar-se-ão apenas as iniciações e omissões de dividendos com o intuito de calcular a reação do mercado. Essa decisão foi tomada, pois isola o problema de expectativas do mercado. Ao se trabalhar apenas com omissões de iniciações, pode-se supor que a política de dividendos tende a ser uma surpresa.

Ademais, somente serão incluídos na amostra anúncios de dividendos cuja data se distancia 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 acurada a reação do mercado.

Portanto, a utilização dessa metodologia procura isolar os dois problemas existentes para testar a reação do mercado à política de dividendos:

- Isolar a influência de outros anúncios. A política de dividendos só foi incorporada ao trabalho se não existiu nenhum outro anúncio feito pela empresa em um intervalo de 14 dias. Dessa forma, a variação no preço da ação deve-se unicamente à política de dividendos.
- Utilizar apenas as iniciações e omissões da política de dividendos. O objetivo é isolar as expectativas de mercado. A suposição é de que apenas dessa maneira o acréscimo ou a diminuição de dividendos pode ter sido surpresa para o investidor.

4.1. Cálculo do retorno anormal

Foi usado um estudo de evento com o intuito de avaliar o efeito da política de dividendos sobre o mercado acionário. A essência dessa metodologia resume-se 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 estimação 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 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 o dia seguinte.

Nesse tipo de metodologia, a janela temporal deve compreender, além da data zero, dias posteriores ao anúncio (para verificar reações após o evento) bem como um período anterior ao anúncio (para verificar se não ocorreram vazamentos de informações). Assim sendo, a janela aqui proposta incorpora todos os requisitos teóricos para sua aplicação.

Assim, torna-se possível mensurar como um evento ocorrido influencia o preço do ativo. O cálculo empregado, com base na metodologia anteriormente descrita, assemelha-se aos dos trabalhos de Dierkens (1991), Michaely, Thaler e Womack (1995) e Dewenter e Warther (1998), e pode ser expresso pela equação:

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

em que:

- $AR_{j(a-b)}$ 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 ;
- MR_t é o retorno do índice de mercado.

Foram utilizados cinco índices de mercado: Índice Bovespa (Ibovespa), Índice Setorial de Telecomunicações (ITEL), Índice de Energia Elétrica (IEE), Índice do Setor Industrial (INDX) e Índice Imobiliário (IMOB). O objetivo dos vários índices é empregar o índice mais representativo para cada companhia^(*). Em outras palavras, caso a empresa atue, por exemplo, na área de telecomunicação será usado para o cálculo do retorno anormal o índice ITEL. No caso de a companhia analisada não se enquadrar em alguma das áreas com índices específicos divulgadas pela Bovespa (telecomunicações, energia elétrica e indústria), foi empregado o Ibovespa como índice de mercado.

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

O resultado dessa metodologia pode ser observado na tabela 2, que 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

(*) Foi utilizada a divisão setorial feita pela Economatica.

Tabela 2

Retorno Anormal em Torno da Omissão e da Iniciação da Política de Dividendos

Ítem	Início		Omissões	
	Novo Mercado	Mercado Tradicional	Novo Mercado	Mercado Tradicional
Janela Grande				
Retorno anormal	0,96%	8,69%	-2,09%	-4,91%
Desvio padrão	0,10	0,26	0,09	0,10
Erro padrão	0,01	0,04	0,03	0,02
Estatística <i>t</i>	0,74	2,05**	-0,72	-2,46**
Janela Pequena				
Retorno anormal	1,31%	2,34%	0,19%	-2,22%
Desvio padrão	0,05	0,06	0,06	0,05
Erro padrão	0,01	0,01	0,02	0,01
Estatística <i>t</i>	1,85*	2,21**	0,11	-2,33**

Nota: *, **, *** – Significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente, para um teste bicaudal.

vazamento de informação que tenha ocorrido nos dez dias anteriores ao anúncio.

Todos os resultados obtidos apontam para a existência de retornos anormais significativos no mercado tradicional. A somar, os sinais obtidos foram os esperados, dessa forma a resposta do mercado ao início das distribuições de proventos foi positiva e, ao cessar a distribuição destes, o mercado teve uma resposta negativa.

Por sua vez, o resultado do Novo Mercado foi bem diferente. Apenas uma estatística foi significativa a 10% (início do pagamento e janela pequena). Para os demais casos, os retornos anormais foram estatisticamente iguais a zero.

Tais resultados encontram um respaldo na teoria, uma vez que, por tratar-se de empresas menos transparentes, a política de dividendos passa mais informação ao mercado. Assim sendo, o início ou a interrupção do pagamento de dividendos gera uma maior reação do mercado. Logo, o mercado tradicional apresentará um maior retorno anormal.

Sobre a maior janela, as alterações (fim e início da política de dividendos) ocorridas no Novo Mercado são discretas, sendo estatisticamente iguais a zero. Isso mostra a pouca interferência que a política de dividendos exerce no mercado, enquanto os valores encontrados no velho mercado 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. No Novo Mercado, não foi

comprovada a existência de retornos anormais. Em apenas um caso – início do pagamento e janela pequena –, a estatística é relevante. Entretanto, a magnitude do retorno anormal é bem inferior ao encontrado no mercado tradicional.

A partir desses testes, pode-se inferir que o mercado acionário se comporta diferentemente da política de dividendo. 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.

Por fim, compararam-se as médias dos retornos anormais encontrados no Mercado Tradicional e no Novo Mercado. A diferença entre os mercados foi testada por meio do teste *t*:

$$t = \frac{RAnm - RAmt}{s/\sqrt{n}} \quad [2]$$

em que:

- *RAmt* é o retorno anormal do mercado tradicional;
- *RAnm* é o retorno anormal do novo mercado;
- *s* é o desvio padrão do retorno anormal do novo mercado;
- *n* é o tamanho da amostra;
- $H_0: RAmt = RAnm$;
- $H_1: RAmt > RAnm$.

Na tabela 3, apresentam-se os resultados obtidos com os testes.

A hipótese nula foi rejeitada em três dos quatro testes realizados, sendo aceita a hipótese alternativa de que o retorno

Tabela 3

Teste de Média

Janela Pequena		Janela Grande	
Início	Omissão	Início	Omissão
0,94	-2,48***	1,83**	1,43*

Nota: *, **, *** – Significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

anormal do mercado tradicional é maior do que o do Novo Mercado. Dessa forma, os diferentes mercados comportam-se de modos diferentes, não pertencendo a uma mesma população.

A hipótese nula foi aceita apenas para o retorno anormal na iniciação do pagamento de dividendos da janela pequena. Em outras palavras, quando do início da distribuição de proventos, em um curto período de tempo, não é possível diferenciar a reação de ambos os mercados, estatisticamente. Embora os testes aplicados mostrem uma reação mais forte do mercado tradicional, quando se analisa a janela mais curta, essa diferença diminui. Esse efeito também foi percebido por trabalhos semelhantes (DEWENTER e WARTHER, 1998). Uma pequena janela diminui a diferença entre os mercados.

4.2. Variação da política de dividendos

Os itens anteriores forneceram evidências da menor assimetria de informação existente no Novo Mercado. Como resultado, há uma menor variação do mercado acionário devido a alterações das políticas de dividendos (dividendos e juros sobre o capital próprio).

Em sendo verdade tal assertiva, pode-se 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 gerentes possam ajustar mais corriqueiramente o volume de distribuição de proventos à quantidade desejada pela empresa.

Na tabela 4 mostram-se duas frequências de distribuição da política de dividendos. O Painel A exhibe as omissões e as iniciações da política de dividendos no Novo Mercado 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%. Os dividendos (dividendos mais juros sobre o capital próprio) foram deflacionados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), dessa forma são aumentos e reduções reais.

A tabela 4 confirma a hipótese de que o Novo Mercado tende a variar mais sua política de dividendos. A segunda coluna somada à terceira coluna do Painel A mostram que 20%

Tabela 4

Distribuição de Frequência das Alterações nos Dividendos

Painel A: Dividendos Omissões e Iniciações				
	Total Observações	Início	Omissão	Cte
Novo Mercado	351	58	12	281
Porcentagem	1,00	0,17	0,03	0,80
Mercado Tradicional	1.475	110	91	1.274
Porcentagem	1,00	0,07	0,06	0,86
Painel B: Dividendos Aumentos e Reduções				
	Total Observações	Aumento	Redução	Cte
Novo Mercado	351	219	57	75
Porcentagem	1,00	0,62	0,16	0,21
Mercado Tradicional	1.475	724	377	374
Porcentagem	1,00	0,49	0,26	0,25

das companhias do Novo Mercado alteraram sua política de dividendos, ao passo que 14% das empresas do velho mercado alteraram os dividendos. Em outras palavras, as alterações na política de dividendos do Novo Mercado são 50% [(20%-14%)/14%] mais frequentes do que no mercado tradicional.

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 30,46. 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 a distinção entre os mercados.

O Painel B traz a frequência dos aumentos e diminuições dos dividendos distribuídos. O resultado obtido pelo teste qui-quadrado (estatística igual a 19,84) tem a mesma interpretação. A 1% de significância, foi rejeitada a hipótese nula, logo a decisão na alteração de dividendos ocorre de maneira diferenciada.

Portanto, assumindo-se que as empresas de ambos os mercados possuem uma mesma necessidade de retenção de capital (para financiamento, pagamento de dívidas ou projetos de investimento), o teste qui-quadrado assinalou que os mercados em análise não atuam de modo semelhante (são de populações distintas), e o Novo Mercado tende a alterar mais sua política de dividendos.

5. LUCROS E DIVIDENDOS

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

O teste realizado 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, 1956), pode-se 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 pode-se 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 é mais linear.

Na tabela 5, relacionam-se as alterações no lucro com mudanças no *payout*. Foram incluídas apenas as empresas que distribuíram pelo menos quatro dividendos, entre os anos de 2000 e 2008. As empresas do Novo Mercado e do mercado tradicional foram separadas e os lucros divididos em etapas.

Um aumento na lucratividade, com os dividendos constantes, diminui a taxa de *payout*. A tabela 5 revela que a taxa de diminuição de *payout* no mercado tradicional é superior à do Novo Mercado em todas as faixas de aumento na renda.

Logo, o aumento de lucro no mercado tradicional não foi repassado via dividendos tão fortemente em comparação com o

Novo Mercado. Tal fato corrobora a teoria de que as empresas do mercado tradicional têm maiores dificuldades para alterar sua política de dividendos dada a reação do mercado.

Nas bandas em que existiu um aumento significativo de lucro (superiores a 25%), a afirmação do parágrafo anterior é mais percebida, ou seja, quando o aumento do lucro é grande, o mercado tradicional tem mais dificuldade de equalizar o *payout*, pois para equalizar o *payout* faz-se necessário um grande aumento dos dividendos. Uma grande elevação nos dividendos provoca uma enorme reação do mercado, sendo assim os *payouts* não são equalizados, fato exposto na tabela 5.

Lintner (1956) sugeriu que os administradores são particularmente relutantes em cortar dividendos, por causa dos sinais negativos que mandam ao mercado. Portanto, a relação dos dividendos com a diminuição dos lucros é mais significativa. A tabela 6 apresenta a relação do *payout* com a diminuição dos lucros.

Uma redução na lucratividade, com os dividendos constantes, aumenta a taxa de *payout* (dividendos/lucro). 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 à diminuição de lucro, pois recebem a reação do mercado.

Na tabela 6 apresenta-se a quantidade de aumentos no *payout* dadas as diferentes lucratividades (prejuízos). Pode-se perceber que o Novo Mercado se ajusta mais frequentemente à diminuição nos lucros, uma vez que a porcentagem de aumento no *payout* é menor em todas as faixas de alteração no lucro (exceção para menor faixa).

Tabela 5

Aumento nos Lucros e a Taxa de Payout

	Mercado Tradicional			Novo Mercado		
	Observações	Payout		Observações	Payout	
		Aumento	Diminuição		Aumento	Diminuição
Maior 50%	217	86 40%	131 60%	71	30 42%	41 58%
50% a 25%	71	21 30%	50 70%	33	14 42%	19 58%
25% a 10%	68	34 50%	34 50%	32	17 53%	15 47%
10% a 0%	34	21 62%	13 38%	24	16 67%	8 33%

Tabela 6

Diminuição nos Lucros e a Taxa de Payout

	Mercado Tradicional			Novo Mercado		
	Payout			Payout		
	Observações	Aumento	Diminuição	Observações	Aumento	Diminuição
0% a -10%	31	21 68%	10 32%	19	7 37%	12 63%
-10% a -25%	49	31 63%	18 37%	17	7 37%	10 59%
-25% a -50%	67	49 73%	18 27%	20	14 70%	6 30%
Menor -50%	266	148 56%	118 44%	59	35 59%	24 41%

Também foi realizado um teste qui-quadrado (valor de 20,37) cujo resultado apontou para a rejeição da hipótese nula a 1% 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 com tanta intensidade.

Assim, pode-se inferir que o Novo Mercado tende a seguir uma proporção ótima de distribuição de proventos; 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 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.

6. CONCLUSÃO

Neste artigo, estudou-se a relação entre informação assimétrica e política de dividendo (dividendos mais juros sobre capital próprio) no mercado brasileiro. Para tanto, o mercado acionário nacional foi dividido em dois segmentos: Novo Mercado, formado por empresas pertencentes ao Novo

Mercado, Nível 2 e Nível 1 e composto por empresas com práticas adicionais de governança corporativa; e o mercado tradicional, formado por empresas que não aderiram ao Novo Mercado.

A ambição central 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 entre os acionistas e as empresas, de forma que a assimetria de informação também fosse reduzida.

Dessa forma, foi calculado o retorno anormal do mercado acionário às 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 estatisticamente diferentes de zero e superiores ao Novo Mercado. Dessa forma, o mercado acionário reage mais fortemente a alterações na política de dividendos do mercado tradicional, ou seja, possui maior assimetria informacional.

Para dar mais robustez ao estudo, a política de dividendos foi testada de três outras formas diferentes, a saber, teste *t* de *student*, teste qui-quadrado e relação entre proventos e lucros (*payout*). O intuito é testar se a política de dividendos tem o mesmo comportamento em ambos os mercados.

Todos os testes realizados apontaram para a mesma conclusão: o mercado tradicional possui uma política de dividendos mais engessada do que a do Novo Mercado. Ademais, os resultados confirmam a teoria de que o mercado com práticas adicionais de governança (Novo Mercado) apresenta menor assimetria de informação e, conseqüentemente, sua política de distribuição de lucros é mais flexível. ♦

- AHARONY, J.; SWARY, I. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *Journal of Finance*, v.35, n.1, p.1-12, Mar. 1980. [DOI: 10.1111/j.1540-6261.1980.tb03466.x].
- ASQUITH, P.; MULLINS JR., D.W. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *The Journal of Business*, Chicago, v.56, n.1, p.77-96, Jan. 1983. [DOI: 10.1086/296187].
- BUENO, A.F. Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. *Revista Contabilidade & Finanças da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v.13, n.28, p.39-55, jan./abr. 2002.
- CARVALHO, A.C. *O efeito dos impostos no comportamento das ações no dia em que ficam ex-dividendos*. 1998. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil, 1998.
- COPELAND, T.; GALAI, D. Information effects on the bid-ask spread. *The Journal of Finance*, v.38, n.5, p.1457-1469, Dec. 1983. [DOI: 10.1111/j.1540-6261.1983.tb03834.x].
- DEWENTER, K.L.; 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, June 1998. [DOI: 10.1111/0022-1082.00038].
- DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, v.46, n.4, p.1325-1359, Sept. 1991. [DOI: 10.1111/j.1540-6261.1991.tb04620.x].
- DIERKENS, N. Information asymmetry and equity issues. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, Washington, v.26, n.2, p.181-199, June 1991. [DOI: 10.2307/2331264].
- EASTERBROOK, F.H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, v.74, n.4, p.650-659, Sept. 1984.
- FAMA, E.F.; BABIAK, H. Dividend policy: an empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association*, v.63, n.324, p.1132-1161, Dec. 1968. [DOI: 10.1080/01621459.1968.10480917].
- FIRMINO, A.L.G.; SANTOS, A.G.Q.; MATSUMOTO, A.S. Dividendos interessam? Uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002). In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 4., 2004, São Paulo. *Anais eletrônicos...* São Paulo: SBFIN, 2004. Disponível em: <www.sbfm.org.br>. Acesso em: 25 ago. 2006.
- FREIRE, H.V.L.; ZATTA, F.N.; DALMÁCIO, F.Z.; LOUZADA, L.C.; NOSSA, V. Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. *Revista Contabilidade & Finanças da Universidade de São Paulo*, São Paulo, v.16, n.39, p.47-67, set./dez. 2005.
- GLOSTEN, L.R.; MILGROM, P.R. Bid, ask and transactions prices in a specialist model with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, Chicago, v.14, n.1, p.71-100, 1985. [DOI: 10.1016/0304-405X(85)90044-3].
- GONEDES, N.J. Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of Accounting Research*, Chicago, v.16, n.1, p.26-79, Spring 1978. [DOI: 10.2307/2490411].
- GROSSMAN, S.J.; HART, O.D. Corporate financial structure and managerial incentives. In: McCALL, John (Ed.). *The economics of information and uncertainty*. Chicago, Ill.: University of Chicago Press, 1982.
- HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J.L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3., 2003, São Paulo. *Anais...* São Paulo/SP: SBFIN, 2003.
- JENSEN, Michael J. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, v.76, n.2, p.323-329, May 1986.
- KYLE, A.S. Continuous auctions and insider trading. *Econometrica*, v.53, n.6, p.1315-1336, Nov. 1985.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, v.46, n.2, p.97-113, May 1956.
- LOSS, L.; NETO, A.S. Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças da Universidade de São Paulo*, São Paulo, Edição Comemorativa, p.39-53, out. 2003.
- MACKINLAY, A.C. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, v.35, n.1, p.13-39, Mar. 1997.
- MICHAELY, R.; THALER, R.H.; WOMACK, K.L. Price reactions to dividend initiations and omissions: overreaction or drift? *Journal of Finance*, v.50, n.2, p.573-608, June 1995. [DOI: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb04796.x].
- NETO, J.A.; SAITO, R. *Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro*. In: ENCONTRO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE POS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. *Anais...* Bahia: Anpad, 2002.
- PEROBELLI, F.F.C.; ZANINI, A.; SANTOS, A.B. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen maps. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, São Paulo, v.49, n.2, p.132-146, abr./maio/jun. 2009.

REFERÊNCIAS

PETTIT, R.R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, v.27, n.5, p.993-1007, Dec. 1972. [DOI: 10.1111/j.1540-6261.1972.tb03018.x].

PROCIANOY, J.L.; VERDI, R.S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? *Revista Brasileira de Finanças*, v.1, n.2, p.217-242, dez. 2003.

PROCIANOY, J.L.; VERDI, R.S. Adesão aos novos mercados da Bovespa: novo mercado, nível 1 e nível

2 – determinantes e consequências. *Revista Brasileira de Finanças*, v.7, n.1, p.107-136, 2009.

SILVA, A.L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração (RAUSP)*, São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004.

WATTS, R. The information content of dividends. *The Journal of Business*, v.46, n.2, p.191-211, Apr. 1973. [DOI: 10.1086/295525].

ABSTRACT

Dividends and asymmetric information: analysis of the new market

In December 2000, the São Paulo Stock Exchange, Bovespa, created a special listing for companies that voluntarily accepted additional corporate governance practices beyond those required by the Securities and Exchange Commission (CVM). The purpose of this innovation was to establish a closer relationship between companies and their investors, reducing information asymmetry and enhancing investor protection. The aim of this paper was to test the effects of this initiative on asymmetric information in the stock market. To this end, a study of events was conducted, using the dividend policy as the main variable. The results show that companies that entered the market with different degrees of governance have lower levels of information asymmetry, thus having placed themselves in a more secure institutional environment. Therefore, Bovespa's initiative was successful in mitigating the asymmetric information problem of the Brazilian stock market.

Keywords: asymmetric information, new market, dividend policy.

RESUMEN

Dividendos e información asimétrica: análisis del nuevo mercado

En diciembre de 2000, la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) creó una lista en la que diferenciaba a las empresas que aceptasen voluntariamente nuevas prácticas de gobierno corporativo, además de aquellas que ya exigía la *Comissão de Valores Mobiliários* (CVM). El objetivo de la innovación era estrechar la relación entre las empresas y sus inversores, reduciendo la asimetría de información y dándole mayor seguridad al inversionista. El objetivo en este artículo es analizar los efectos generados por esa iniciativa sobre la información asimétrica del mercado de valores. Para ello, se realizó un estudio de eventos que tuvo como variable central la política de dividendos. El resultado muestra que las empresas que se adherieron a los mercados con diferentes grados de gobernanza presentan niveles más bajos de información asimétrica, con lo que se colocaron en un entorno institucional más seguro. Es decir, la iniciativa de la Bovespa tuvo éxito en mitigar el problema de la información asimétrica en el mercado de valores brasileño.

Palabras clave: información asimétrica, nuevo mercado, política de dividendos.