

A Relação entre Lucros Anormais e Dividendos: Um Estudo Empírico das Empresas com Ações Listadas na Bovespa

Autores

MARCIO LUIZ DE CASTRO

FUCAPE

HERCULES VANDER DE LIMA FREIRE

FUCAPE

Resumo

O objetivo deste estudo é buscar evidências empíricas da relação entre os lucros anormais e os dividendos. A pesquisa empregada é empírico-analítica, em que se utiliza o modelo de Ohlson para cálculo do lucro anormal e, em seguida, aplica-se a técnica estatística de análise de regressão (aqui empregando o lucro anormal como a variável dependente e os dividendos como variável independente). Os dados para composição da amostra foram coletados do banco de dados Economática, limitando-se a empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, no período de 1996 a 2002, resultando numa amostra de 457 ações, sendo 119 títulos de ações ordinárias e 338 de ações preferenciais, dessas originaram 6 amostras, sendo 3 (três) de ações ordinárias (com 48, 22 e 39 títulos) e outras 3 (três) de ações preferenciais (com 144, 80 e 116 títulos). De acordo com os resultados, tanto para as ações ordinárias quanto para as preferenciais, quando as variáveis do modelo eram os lucros anormais, sendo explicados pelos dividendos pagos por ação, os resultados apurados apresentavam algumas consistências e com um poder explicativo relevante. Já quando as variáveis do modelo eram os lucros anormais, explicados pelos dividendos *yield* e pelos *pay outs*, a mesma afirmação não é verdadeira.

Introdução

Atualmente, em contabilidade e finanças muitos dos estudos realizados têm sido direcionados à mudança da política dos dividendos adotada pelas organizações, uma vez que, há diferentes abordagens originadas das teorias, que retratam a sua relevância ou não no valor das ações.

Num primeiro momento a relevância dos dividendos é inquestionável, pois influenciam as decisões estratégicas das empresas. Estas encaram a decisão de pagamento de dividendos como uma decisão muito importante, pois determina os volumes de fundos pagos aos investidores e de fundos retidos para reinvestimento. No entanto, sabe-se que o tema gera bastante controvérsia, quando se decide o quanto de dinheiro distribuir aos acionistas.

“É importante notar que a maximização do valor das ações não é simplesmente uma questão de maximização de lucros” conforme advoga Droms e Procianny (2002, p.19) eles afirmam ainda que: “o objetivo de maximização do valor não pode tampouco ser reduzido a uma questão de maximizar os ganhos por ação”.

Portanto, os administradores devem estar atentos aos impactos de suas decisões na busca da maximização de seus ganhos e redução dos riscos, ao se tomar decisões não mais baseadas apenas nas experiências e no senso comum, ou seja, basicamente no estudo descritivo/normativo.

Os administradores têm em mente que o objetivo da empresa é o de maximizar o valor para o acionista, que segundo Ross, Westerfield & Jaffe (2002, p.104) “o valor da empresa é o valor presente de seus dividendos futuros”.

Surge então, neste primeiro momento uma pergunta que leva a meditar sobre o assunto – dividendos *versus* ganhos de capital: qual a preferência do investidor? O presente estudo não terá o objetivo de responder tal questão, somente a faz para envolver-se no assunto que leva a definição de estratégias de investimentos em ações, pois estas requerem pesquisas e a formulação de cenários de perspectivas quanto aos lucros futuros no sentido de determinar os possíveis retornos.

Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 358)

Uma ação **com crescimento nulo** é aquela cujos dividendos não se espera que cresçam no futuro, enquanto uma **ação de crescimento supernormal** é aquela da qual se espera um crescimento em rendimentos e dividendos muito mais rápido do que ocorre em toda a economia durante um período de tempo específico e, depois disso, um crescimento a taxa 'normal'.

Diante deste contexto, origina-se o problema-pesquisa para efetivação deste estudo, pretendendo-se, então, investigar a seguinte questão dentro do objetivo proposto:

Qual a relação existente entre os lucros anormais e os dividendos das ações ordinárias e preferenciais das empresas listadas na BOVESPA?

Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662) “A política de dividendos envolve a decisão de distribuição dos lucros *versus* à retenção deles para reinvestimento na empresa”, esta retenção pode possibilitar a geração de lucros anormais.

O tipo de pesquisa empreendido foi o empírico-analítico, dentre outras classificações metodológicas abordadas num capítulo específico, em que se utilizará o modelo de Ohlson (1995), para cálculo do lucro anormal e em seguida, aplicar-se-á à técnica estatística de análise de regressão. Os dados para análise foram coletados do banco de dados Economática, limitando-se a empresas com ações preferenciais e ordinárias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, no período de 1996 a 2002.

A utilização da análise de regressão nesta pesquisa dar-se-á para a busca de evidências pela aplicação de um modelo matemático que reflita a relação existente entre duas variáveis. Neste estudo, como variável dependente os lucros anormais e a variável independente os dividendos (dividendos pagos por ação, dividendos *yield* e o *pay out*). E conforme Vanni (1998, p. 11)

Descobrir um modelo matemático que reflita a relação existente entre os diversos fenômenos pode propiciar muito mais que a possibilidade de interpretar a situação. Pode significar a obtenção de estimativas e previsões de ocorrências futuras dentro de constantes quadros de incertezas que vivem as empresas modernas.

Diante disso, buscou-se evidências empíricas com intuito de contribuir para investidores, administradores e até mesmo estudantes para geração de informações para auxílio na tomada de decisão, que segundo Vanni (1998, p. 11) “equacionar o comportamento das variáveis com precisão, será de fundamental importância para a tomada de decisão nos negócios empresariais”.

Na busca de evidências empíricas para responder o problema-pesquisa, testar-se-á a seguinte hipótese:

H₀: Existe relação entre os lucros anormais e os de dividendos das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Com o propósito de se obter maior clareza sobre esse assunto, o objetivo desta pesquisa é buscar evidências empíricas da relação entre os lucros anormais e os dividendos das empresas com ações negociadas na BOVESPA, sendo que o presente estudo será realizado tanto para as ações preferenciais quanto para às ações ordinárias, efetuando-se diversas comparações, aplicando-se a análise de regressão em busca dessa relação e

explicação das variáveis (lucros anormais, dividendos pagos por ação, dividendos *yield e pay out*) do problema proposto.

Algumas limitações do presente estudo devem ser comentadas, pois podem influenciar ou impactar nos resultados obtidos, bem como, as análises e conclusões, as quais ficam restritas as amostras utilizadas na pesquisa. As próprias limitações do modelo empregado, aqui o de Ohlson (1995), cabendo ressaltar, que, em nenhum momento neste trabalho, pretende-se provar ou requerer aceitação do modelo utilizado. A proposta é simplesmente de investigar de forma científica, a busca de relação entre os lucros anormais e os dividendos (quer sejam os dividendos pagos por ação, quer sejam os dividendos *yields*, quer sejam os *pay outs*).

Espera-se, com esta pesquisa, contribuir com o fornecimento de evidências empíricas a respeito do assunto, e segundo Lopes (2001: p.16) se contribui

para a teoria da contabilidade na medida que se aumenta o entendimento da relação entre a informação contábil e o mercado financeiro. Espera-se que o entendimento e a análise do papel da contabilidade no mercado financeiro brasileiro possa ser baseado em figuras empíricas com menor grau de julgamento e normativismo.

Para responder o problema-pesquisa, é utilizada a abordagem empírico-analítica. Segundo Martins (2000, p. 26)

são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Dentro do planejamento dessa pesquisa, utilizar-se-á técnicas de coleta, tratamento e análise de dados, tornando-se possível a classificação segundo seu delineamento, ou seja, como conceitua Gil (2002, p. 44) a presente pesquisa classifica-se quanto ao procedimento técnico em pesquisa bibliográfica que “é desenvolvida com base em material já elaborado, constituído principalmente de livros e artigos científicos”.

A contabilidade conforme relata Droms e Procianoy (2002, p. 61)

é frequentemente tratada como a ‘linguagem universal dos negócios’, e por uma boa razão. O processo contábil é um sistema de informações destinado a registrar, classificar, relatar e interpretar dados financeiros de interesse das mais variadas organizações.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em sua deliberação 29/86 referendando o estudo realizado pelo IPECAFI – Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. Aprovado e divulgado pelo IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores define a estrutura conceitual básica de contabilidade como sendo “objetivamente, um sistema de informação e avaliação destinado a prover seus usuários com demonstrações e análise de natureza econômica, financeira, física e de produtividade, com relação à entidade objeto de contabilização”.

Iudícibus (2000) comenta com base em um dos trechos publicados pelo AICPA em 1973, denominado *Objectives of Financial Statements*, que o “objetivo básico dos demonstrativos financeiros é prover informação útil para a tomada de decisões econômicas...”

Iudícibus (2000, p. 20) ainda analisa a afirmação acima enfatizando que:

...as mudanças ocorridas no tipo de usuário e nas formas de informação que têm procurado, a função da Contabilidade (objetivo) permanece praticamente inalterada através dos tempos, ou seja, quanto a prover informação útil para a tomada de decisões econômicas. A decisão sobre o que é útil ou não para a tomada de decisões econômicas é, todavia, muito difícil de ser avaliada na prática. Isto, (...) ,exigiria

um estudo profundo do modelo decisório de cada tipo de tomador de decisões que se utiliza de dados contábeis.

Diante do exposto, existem diferentes necessidades pelas informações contábeis, segundo as metas que desejariam maximizar ou tipo de informação mais importante de acordo com o usuário da informação contábil.

Portanto, o objetivo básico da contabilidade, pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais. Enquanto os modelos decisórios de cada usuário não forem conhecidos suficientemente, a contabilidade não poderá atender igualmente bem, em todo e qualquer tempo, a todos os usuários (IUDÍCIBUS, 2000).

A abordagem positiva

Conforme Lopes (2002) no final dos anos 60 a ênfase da contabilidade, referenciando-se principalmente a norte-americana, migra da tradição normativa para uma perspectiva baseada na informação, que ficou conhecida como *informational approach*, perspectiva esta da abordagem positiva. Esta abordagem se preocupa em focar o entendimento do porquê da utilização dos métodos utilizados pelas empresas, caracterizando-a em preditiva e explicativa. Na abordagem normativa há ausência de se predizer ou explicar a informação gerada, devido a não se preocupar em entender as práticas existentes.

De forma sucinta e sumarizada, o Quadro 1, mostrará a divisão da teoria positiva e a pesquisa baseada na reação do mercado, representada esquematicamente.

Abordagem	Elementos de Análise	Foco da Pesquisa	Método
Teoria Clássica (normativa)	Decisões operacionais, de financiamento e investimento.	Descrição contábil do ideal econômico que não é observável.	Proximidade conceitual das normas contábeis com os conceitos econômicos sem validação empírica.
Teoria Positiva	Decisões operacionais, de financiamento e investimento.	Reação do mercado, remuneração dos gestores, ambiente regulatório e outros.	Poder da teoria de explicar e prever os eventos estudados. Desconsiderar outras questões (histórias, sociológicas, etc).
<i>Market-based Research</i>	Decisões operacionais, de financiamentos e investimentos.	Informação e reação de mercado.	Significância da reação do mercado às normas contábeis. O mercado é o árbitro.

Fonte: Lopes (2002, p. 19)

Quadro 1: Representação Esquemática das Abordagens da Pesquisa Contábil

A contabilidade e o mercado de capitais tem sido alvo de estudos, iniciando-se com Ball e Brown (1968) ao analisarem a reação dos preços de mercado à evidenciação de lucro contábil anormal conforme afirma (LOPES, 2002).

Lopes (2002, p. 37) advoga que:

As evidências demonstram que os resultados anormais começam a crescer alguns meses antes dos anúncios de lucros. Os autores atribuem esse resultado a existências de outras fontes de informação sobre o desempenho da empresa, além da contabilidade.

Para Frezatti (1998, p. 57) “os autores clássicos de finanças sempre foram incisivos ao considerar que o grande objetivo financeiro dos gestores das empresas é proporcionar aumento de valor para os acionistas”. A afirmação de Frezatti é compartilhada com Portella (2000, p. 9) que afirma “desde o início da década de 80, o mundo das finanças tem testemunhado a explosão da literatura dirigida a análise da criação de valor para o acionista”. Cavalcanti e Misumi (2002, p.21) afirmam que “uma das condições essenciais para o

desenvolvimento econômico de um país é um mercado de capitais forte”. Os autores ainda perguntam e respondem o seguinte questionamento:

Mas o que significa um mercado de capitais forte? Significa que o mercado reúne investidores e tomadores de recursos de maneira eficiente. Ao mesmo tempo oferece alternativas de aplicação para a poupança dos primeiros e assegura que os tomadores poderão suprir suas necessidades de recursos de investimento em termos de montante, prazo e taxa.

A Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) é alvo de estudos e um dos pilares da moderna teoria de finanças e sua origem ocorreu de estudos realizados a partir de 1900, sendo mais específico em meados dos anos 60, onde foi formalizada matematicamente e traduzida em modelos econômicos (CAMARGOS e BARBOSA, 2003).

FAMA (1970) dividiu as formas de eficiência do mercado em três conjuntos de informações: sejam elas informações passadas (preços históricos), informações publicamente disponíveis e todo o conjunto de informação (informações passadas, públicas e privadas). Ou seja, as três formas de eficiência são: forma fraca (*weak form*), semi-forte (*semi-strong form*) e forte (*strong form*).

Mercado de Capitais Brasileiro

Achou-se oportuno realizar um breve comentário sobre a contabilidade financeira e o mercado de capitais brasileiro. Em relação ao primeiro, faz-se interessante ressaltar algumas características específicas estruturais do Brasil, conforme Quadro 2:

Característica	Comentário
Regulamentação	A contabilidade financeira no Brasil é extensamente regulamentada. As empresas com ações negociadas em bolsa de valores (sociedades anônimas) devem seguir a Lei nº 6404 de 1976 que fornece os principais conceitos que devem ser utilizados na contabilização das operações realizadas por essas instituições. Além da referida Lei, instituições atuando em setores específicos de atividade no Brasil possuem contabilidade regulamentada especialmente, exemplificando, o setor financeiro regulamentado pelo COSIF, as entidades de seguros reguladas pelo SUSEP.
Participação da profissão no processo de regulamentação	A participação da profissão contábil no processo de regulamentação da contabilidade no Brasil é pequena. Sabendo que as normas contábeis no Brasil advém exclusivamente de fontes governamentais sem a existência de um corpo independente ativo (como o FASB norte-americano ou do ASB britânico).
Impacto da legislação tributária na contabilidade	A legislação tributária também impacta fortemente a formação das informações contábeis no Brasil. Isso ocorre via a utilização de métodos contábeis determinados pela autoridade fiscal no processo de evidenciação para o mercado de capitais. O caso mais clássico desse fenômeno no Brasil é a utilização de limites fixos para a constituição de provisão para devedores duvidosos (PDD).

Fonte: Adaptado de Lopes (2001, p. 135-140)

Quadro 2: Características Estruturais da Contabilidade Financeira no Brasil

As Identificações das Ações

Uma das principais funções do mercado de capitais é oferecer títulos que são representativos do capital das empresas, neste caso, as ações¹. A legislação brasileira identifica e classifica as ações em: ações ordinárias e ações preferenciais. Assaf Neto (2003) define ações ordinárias como aquelas que possuem como principal característica o direito de voto, ou seja, possui a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Os detentores deste tipo de ação deliberam sobre a atividade da companhia, aprovam as demonstrações contábeis, decidem sobre a destinação dos resultados, e são responsáveis pela eleição da Diretoria e pelas alterações nos estatutos. Segundo Cavalcanti e Misumi (2002) o voto decide sobre o sistema de poder na companhia. Ele difere do voto do eleitor comum.

Ao evidenciar algumas características do mercado, classificando-os em: mercados em desenvolvimento, a medida que o mercado evolui e em mercados evoluídos. Cavalcanti e Misumi (2002) advogam que o número de votos determinam as decisões na companhia e a disputa por maior poder leva a uma disputa pelas ações ordinárias.

O Mercado das Ações Ordinárias		
Situação	Mercado em Desenvolvimento	Mercados Desenvolvidos
Controle acionário	Grandes capitais (mais de 50%)	Capitais menores (pode chegar a menos de 5%)
Perda de controle	Muito difícil, e não interessa a outras pessoas	Faz parte do jogo, e influi na formação do preço das Ordinárias
Efeito sobre cotações	Não se paga um preço pelo controle	Com recursos relativamente pequenos, a disputa pelo controle acionário eleva o preço
Atratividade das Ordinárias	Pequena: preços ficam deprimidos	Grande: preços atraentes

Fonte: Cavalcanti e Misumi (2002, p. 45)

Quadro 3: O Mercado das Ações Ordinárias

Então, o Quadro 3 evidencia que, em se tratando do mercado de ações ordinárias os mercados em desenvolvimento o controle acionário se concentra em grandes capitais (mais de 50%) e a perda do controle é muito difícil. O que não acontece nos mercados desenvolvidos, que os capitais são menores (podendo chegar a menos de 5%) e a perda do controle faz parte do jogo, e influi na formação do preço desse tipo de ação.

O Mercado das Ações Preferenciais	
Em Mercado em desenvolvimento	Onde não há disputa pelo controle acionário as Ordinárias são menos atraentes. Preferenciais significam participação no resultado e geralmente possuem mais liquidez.
Quando o mercado evolui	Diminui a atratividade das Preferenciais; em alguns casos, a garantia de dividendos cumulativos pode aumentar a atratividade.
Nas operações de garantia	Em algumas operações com o BNDES e bancos de desenvolvimento, dividendos cumulativos (se não pagos num exercício, são devidos cumulativamente nos seguintes) são necessários para reforçar garantias.
Em mercados desenvolvidos	Cai o interesse por Preferenciais

Fonte: Cavalcanti e Misumi (2002, p. 46)

Quadro 4: O Mercado das Ações Preferenciais

No Quadro 4, o de mercado das ações preferenciais, em se tratando de mercado em desenvolvimento, onde não há disputa pelo controle acionário, as ações ordinárias são menos

atraentes. As ações preferenciais significam participação no resultado e geralmente possuem mais liquidez. Análise distinta em mercados desenvolvidos que não ocorre o interesse pelas ações preferenciais.

Portanto, utilizou-se duas amostras distintas na pesquisa, pois os Quadros 3 e 4 evidenciam que em mercados em desenvolvimento, em que o Brasil está classificado, as ações ordinárias tem o comportamento distinto das preferenciais, que segundo Cavalcanti e Misumi (2002, p. 46) “onde não há disputa pelo controle acionário as Ordinárias são menos atraentes e as ações preferenciais significam participação no resultado e geralmente possuem mais liquidez”.

Lucros Anormais

O modelo de Ohlson (1995) ganha em importância nesse período de redirecionamento, ou seja, após a década de 90, porque a partir de então, tornou-se a base dos trabalhos empíricos da contabilidade financeira. Conforme Lundholm (1995, p. 749)

As estratégias de investimentos em ações, requerem estudos e a formulação de cenários de perspectivas quanto aos lucros futuros no sentido de determinar os possíveis retornos. Dentro dessa estratégia uma consideração importante é a determinação dos lucros anormais.

Para Lopes (2001, p. 53)

o valor dos lucros anormais é calculado por intermédio da aplicação da taxa livre de risco ao valor inicial do patrimônio que é subtraído do resultado do período. Assim, estes lucros são resultado do lucro do período menos o custo livre de risco do capital investido. Com base nestas afirmações a previsão do valor da empresa se desloca da previsão do comportamento dos dividendos futuros esperados para o comportamento dos resultados anormais.

Portanto, a seguir será demonstrado o modelo para cálculo do lucro anormal, utilizando-se o proposto por Bernard (1995).

A taxa livre de risco aplicada nesta pesquisa foi a da caderneta de poupança acumulada anual. A opção por essa taxa baseou-se na afirmação de Securato (1996, p. 128)

na economia brasileira poderíamos considerar como risco zero as cadernetas de poupança ou os títulos federais do tipo: BBC (Bônus do Banco Central), NBC (Notas do Banco Central), LFT (Letras Financeiras do Tesouro), e outros, visto que, em cada ocasião, temos um tipo de título, como representativo do risco zero.

Portanto, o desenvolvimento do trabalho de Ohlson, dentro da sua estrutura questiona a possibilidade do desenvolvimento de uma teoria de avaliação patrimonial baseada em papéis específicos dos três componentes (patrimônio, resultado e dividendos) da *clean surplus relation* (LOPES, 2001).

Dividendos

Outra consideração importante dentro da estratégia de investimento em ações é a política de dividendos adotada pela empresa. Para González (1998, p. 71)

pode-se afirmar que existem posições a favor e contra o pagamento de dividendos. Além disto, existe uma falta de consenso (quando os gerentes tomam decisões sobre dividendos) em relação ao efeito dos dividendos sobre o valor da empresa.

Partindo do pressuposto de que os gestores devem sempre ter em mente que o objetivo da empresa é o de maximizar o valor para os acionistas, qual o índice de distribuição alvo ideal de preferência dos investidores por dividendos *versus* ganhos de capital? Para responder a essa questão é importante entender as três teorias, dentro da perspectiva de

preferência do investidor: Teoria da Irrelevância dos Dividendos, a Teoria do Pássaro na Mão e a Teoria da Preferência Tributária.

Para Gitman (1997, p. 516)

a teoria da irrelevância dos dividendos, teoria desenvolvida por Miller e Modigliani segundo o qual, de acordo com uma série de premissas, o valor da empresa não é afetado pela distribuição de dividendos, mas apenas pela capacidade de geração valor e risco de seus ativos.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 637) afirmam “em outras palavras, MM [Modigliani e Miller] defenderam que o valor da empresa depende somente do lucro produzido por seus ativos e não de como esse lucro é dividido entre dividendos e lucros acumulados”.

Segundo Gitman (1997, p.517)

a teoria da relevância dos dividendos , (...), atribuída a Gordon e Lintner, segundo a qual os acionistas preferem dividendos correntes havendo, de fato, uma relação direta entre a política de dividendos da empresa e seu valor de mercado. Argumento “pássaro na mão”, crença, base da teoria da relevância dos dividendos, de que os pagamentos de dividendos correntes (“um pássaro na mão”) reduzem a incerteza dos investidores, levando à elevação dos preços das ações da empresa.

Para Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662) a “Teoria do Pássaro na Mão defende que o valor da empresa será maximizado por um alto índice de distribuição de dividendos, porque os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que os potenciais ganhos de capital”. Outra teoria desenvolvida, que envolve a decisão da política de dividendos é a Teoria da Preferência Tributária, citada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662) “em virtude de os ganhos de capital de longo prazo estarem sujeitos a impostos menos onerosos do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em lugar de distribuí-los como dividendos”.

Portanto, a política de dividendos “ótima” faz um balanço entre os dividendos correntes e o crescimento futuro a fim de maximizar o preço das ações da empresa. Para González (1998, p. 72) “uma política de dividendos ótima pode ser a que integra, da melhor forma possível, a quantidade que será retida pela empresa e aquela a ser distribuída pelos acionistas na forma de dividendos”. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 640) argumentam que

os investidores não podem ser vistos como preferindo uniformemente dividendos mais altos ou mais baixos. Contudo, os investidores individuais têm fortes preferências. Alguns preferem altos dividendos, enquanto outros preferem tudo em ganho de capital. Essas diferenças entre os indivíduos ajudam a explicar por que é difícil alcançar quaisquer conclusões definitivas sobre a distribuição de dividendos ótima.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002: p. 422) “a decisão de pagamento de dividendos é importante porque determina o volume de lucro recebido pelos acionistas e o volume de fundos retidos na empresa para fins de reinvestimento”. O acionista independentemente da sua preferência, seja pela distribuição ou retenção, está interessado no crescimento da organização, conseqüentemente na valorização das ações originadas pela criação de valor da empresa.

Dividendos no Brasil

Os dividendos a serem pagos pelas companhias têm origem nos lucros destas, ou seja, os dividendos representam uma destinação do lucro do exercício, dos lucros acumulados ou de reservas de lucros aos acionistas da companhia. Em casos especiais, poderão ser utilizadas as reservas de capital para o pagamento de dividendos às ações preferenciais de que trata o § 6º do artigo 17 da nova redação da Lei nº 6.404/76 dada pela Lei nº 10.303/01.

De acordo com a legislação no Brasil, mais especificamente do artigo 17 da Lei 6.404/76 agora com nova redação na Lei 10.303/01, as ações preferenciais para poderem ser negociadas em mercados de valores mobiliários devem possuir pelo menos uma das duas preferências:

I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelos menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério: a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária;...

Então, diante do exposto, a Lei 6.404/76 posteriormente 10.303/01 evidencia um dividendo mínimo obrigatório, quando previsto em estatuto, que os dividendos deverão ser pagos pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício aos acionistas.

Evidências Empíricas

A Amostra

Os dados para análise foram coletados do banco de dados Economática, limitando-se às empresas com ações preferenciais e ordinárias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, no período de 1996 a 2002, resultando nas amostras evidenciadas na Tabela 3:

Tabela 3: Amostra de Ações Ordinárias e Preferenciais

AMOSTRA DE AÇÕES ORDINÁRIAS E PREFERENCIAIS		
	AÇÕES ORDINÁRIAS	AÇÕES PREFERENCIAIS
TOTAL	91	221
EXCLUÍDAS	43	77
COM VALORES P/LA e DA	48	144
TOTAL	91	221
EXCLUÍDAS	69	141
COM VALORES P/LA e DY	22	80
TOTAL	119	338
EXCLUÍDAS	80	222
COM VALORES P/LA e PO	39	116

Análise e Resultados

Para a Amostra I, de 48 títulos de ações ordinárias, aplicou-se o teste da análise de regressão na busca da explicação dos Lucros Anormais pelos Dividendos por Ação, no primeiro caso aplicando no modelo os LA em j e os DA em j temos os seguintes resultados:

Tabela 4: Resultados das Regressões da Amostra I de 48 Títulos de Ações Ordinárias

AMOSTRA I - 48 TÍTULOS DE AÇÕES ORDINÁRIAS		R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P
Regressão i	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{197}$	0,296374	0,544402	38,091095	0,000063	0,018578
Regressão ii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{198}$	0,310037	0,556810	31,806290	0,000040	0,036790
Regressão iii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{199}$	0,128982	0,359141	31,325411	0,012181	0,027637
Regressão iv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2000}$	0,074703	0,273318	19,558039	0,060155	0,065736
Regressão v	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2001} + \varepsilon_{2001}$	0,204192	0,451876	18,813568	0,001264	0,091156
Regressão vi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2002} + \varepsilon_{2002}$	0,195731	0,442415	21,982650	0,001641	0,089870
Regressão vii	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{197}$	0,168630	0,410646	41,404710	0,003742	0,015457
Regressão viii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{198}$	0,430123	0,655837	28,906189	0,000000	0,023786
Regressão ix	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{199}$	0,333953	0,577886	27,392761	0,000017	0,064579
Regressão x	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2000}$	0,210126	0,458395	18,070230	0,001051	0,068457
Regressão xi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2001}$	0,057901	0,240626	20,469885	0,099463	0,056412
Regressão xii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2001} + \varepsilon_{2002}$	0,192301	0,438521	22,029483	0,001823	0,080873
Regressão xiii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{198}$	0,246165	0,496150	33,245912	0,000335	0,022042
Regressão xiv	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{199}$	0,497789	0,705541	23,786278	0,000000	0,042135
Regressão xv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{2000}$	0,244585	0,494555	17,671664	0,000353	0,121790
Regressão xvi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2001}$	0,174595	0,417846	19,160219	0,003126	0,060774
Regressão xvii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2002}$	0,054412	0,233263	23,835838	0,110579	0,050335
Regressão xviii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{199}$	0,282375	0,531390	28,433617	0,000102	0,039131
Regressão xix	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{2000}$	0,777939	0,882009	9,581216	0,000000	0,069392
Regressão xx	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{2001}$	0,207032	0,455008	18,779968	0,001157	0,104941
Regressão xxi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2002}$	0,158160	0,397693	22,490247	0,005124	0,053659

Com base nos resultados da Tabela 4, verificou-se que a regressão **xix** apresentou Um abraço, poder de explicação de aproximadamente 78%, mostrando que os dividendos por ação em 1997 podem explicar os lucros anormais de 2000 a um nível de significância de 0,00. A regressão **xiv**, apresentada na mesma Tabela 28, evidenciou um poder de explicação próximo de 50%, ou seja, mostrou que os dividendos por ação de 1997 explicam em 49,77% os lucros anormais em 1999.

Tabela 5: Resultados das Regressões da Amostra II de 144 Títulos de Ações Preferenciais

AMOSTRA II - DE 144 TÍTULOS DE AÇÕES PREFERENCIAIS		R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P
Regressão i	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{197}$	0,189074	0,434826	16,685713	0,000000	0,000000
Regressão ii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{198}$	0,354827	0,595673	13,071813	0,000000	0,000010
Regressão iii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{199}$	0,263115	0,512947	12,186843	0,000000	0,000016
Regressão iv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2000}$	0,259868	0,509773	7,746031	0,000000	0,000001
Regressão v	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2001} + \varepsilon_{2001}$	0,251760	0,501757	8,576838	0,000000	0,000001
Regressão vi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2002} + \varepsilon_{2002}$	0,285840	0,534640	10,748202	0,000000	0,000025
Regressão vii	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{197}$	0,287409	0,536105	15,641351	0,000000	0,000002
Regressão viii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{198}$	0,237952	0,487804	14,206553	0,000000	0,000000
Regressão ix	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{199}$	0,382419	0,618400	11,156762	0,000000	0,000088
Regressão x	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2000}$	0,356442	0,597027	7,223019	0,000000	0,000001
Regressão xi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2001}$	0,315625	0,561805	8,202649	0,000000	0,000003
Regressão xii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2001} + \varepsilon_{2002}$	0,225524	0,474894	11,192881	0,000000	0,000031
Regressão xiii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{198}$	0,305993	0,553166	13,557500	0,000000	0,000002
Regressão xiv	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{199}$	0,286734	0,535476	11,989938	0,000000	0,000002
Regressão xv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{2000}$	0,479322	0,692331	6,496949	0,000000	0,000004
Regressão xvi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2001}$	0,383243	0,619066	7,786889	0,000000	0,000004
Regressão xvii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{2000} + \varepsilon_{2002}$	0,283542	0,532487	10,765474	0,000000	0,000003
Regressão xviii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DA_{196} + \varepsilon_{199}$	0,230589	0,480197	12,452895	0,000000	0,000012
Regressão xix	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DA_{197} + \varepsilon_{2000}$	0,345990	0,588209	7,281437	0,000000	0,000000
Regressão xx	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DA_{198} + \varepsilon_{2001}$	0,401111	0,633333	7,673264	0,000000	0,000016
Regressão xxi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DA_{199} + \varepsilon_{2002}$	0,301483	0,549074	10,629835	0,000000	0,000084

Com base nos resultados da Tabela 5, verificou-se que a regressão **xv** apresentou um poder de explicação de aproximadamente 48%, mostrando que os dividendos por ação em 1998 podem explicar os lucros anormais de 2000 a um nível de significância de 0,00.

Tabela 6: Resultados das Regressões da Amostra III de 22 Títulos de Ações Ordinárias

AMOSTRA III - DE 22 TÍTULOS DE AÇÕES ORDINÁRIAS		R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P
Regressão i	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DY_{197} + \varepsilon_{197}$	0,006826	0,082617	38,640261	0,714729	0,136409
Regressão ii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DY_{198} + \varepsilon_{198}$	0,001104	0,033227	17,830579	0,883297	0,094616
Regressão iii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DY_{199} + \varepsilon_{199}$	0,137465	0,370762	10,587285	0,089380	0,370179
Regressão iv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2000} + \varepsilon_{2000}$	0,052746	0,229665	8,193299	0,303870	0,154320
Regressão v	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2001} + \varepsilon_{2001}$	0,001921	0,043835	8,262986	0,846415	0,017400
Regressão vi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2002} + \varepsilon_{2002}$	0,000286	0,016905	13,549814	0,940480	0,077563
Regressão vii	$LA_{197} = \beta_0 + \beta_1 DY_{196} + \varepsilon_{197}$	0,000324	0,018008	38,766522	0,936604	0,252757
Regressão viii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DY_{197} + \varepsilon_{198}$	0,000152	0,012322	17,839075	0,956597	0,088131
Regressão ix	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DY_{198} + \varepsilon_{199}$	0,017338	0,131676	11,300513	0,559143	0,212863
Regressão x	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{199} + \varepsilon_{2000}$	0,113279	0,336570	7,927186	0,125625	0,293300
Regressão xi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2000} + \varepsilon_{2001}$	0,025989	0,161210	8,162753	0,473550	0,069915
Regressão xii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2001} + \varepsilon_{2002}$	0,011666	0,108011	13,472469	0,632332	0,017785
Regressão xiii	$LA_{198} = \beta_0 + \beta_1 DY_{196} + \varepsilon_{198}$	0,063268	0,251532	17,266843	0,258815	0,340633
Regressão xiv	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DY_{197} + \varepsilon_{199}$	0,022029	0,148421	11,273511	0,509775	0,154815
Regressão xv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{198} + \varepsilon_{2000}$	0,009962	0,099808	8,376287	0,658546	0,163422
Regressão xvi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{199} + \varepsilon_{2001}$	0,055855	0,236337	8,036630	0,289642	0,125128
Regressão xvii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{2000} + \varepsilon_{2002}$	0,001148	0,033877	13,543972	0,881031	0,050936
Regressão xviii	$LA_{199} = \beta_0 + \beta_1 DY_{196} + \varepsilon_{199}$	0,264126	0,513932	9,779076	0,014416	0,825273
Regressão xix	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{197} + \varepsilon_{2000}$	0,013995	0,118302	8,359205	0,600039	0,119309
Regressão xx	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{198} + \varepsilon_{2001}$	0,000508	0,022537	8,268835	0,920703	0,069130
Regressão xxi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{199} + \varepsilon_{2002}$	0,001346	0,036682	13,542630	0,871255	0,062500

Analisando a Tabela 6, a regressão **xviii**, onde os lucros anormais foram calculados para o período de 1999 e os dividendos *yield* coletados em 1996, apresentou um R² de

aproximadamente 27% a um nível de significação de 0,01. Mas, verifica-se que os demais modelos, quando a variável independente é o dividendo *yield*, não apresentam poder de explicação relevante.

Tabela 7: Resultados das Regressões da Amostra IV de 80 Títulos de Ações Preferenciais

AMOSTRA IV - DE 80 TÍTULOS DE AÇÕES PREFERENCIAIS		R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P
Regressão i	$LA_{i97} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i97} + \epsilon_{i97}$	0,003067	0,055380	16,917648	0,625610	0,000007
Regressão ii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i98} + \epsilon_{i98}$	0,000083	0,009114	15,716478	0,936046	0,000586
Regressão iii	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i99} + \epsilon_{i99}$	0,016176	0,127187	13,725113	0,260903	0,000811
Regressão iv	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2000} + \epsilon_{i2000}$	0,000111	0,010545	9,025245	0,926035	0,000393
Regressão v	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2001} + \epsilon_{i2001}$	0,000048	0,006908	9,748248	0,951509	0,000027
Regressão vi	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2002} + \epsilon_{i2002}$	0,000027	0,005195	12,169752	0,963522	0,001192
Regressão vii	$LA_{i97} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i96} + \epsilon_{i97}$	0,000076	0,008732	16,943005	0,938724	0,000212
Regressão viii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i97} + \epsilon_{i98}$	0,004893	0,069951	15,678631	0,537518	0,000008
Regressão ix	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i98} + \epsilon_{i99}$	0,000055	0,007395	13,837112	0,948091	0,000575
Regressão x	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i99} + \epsilon_{i2000}$	0,017583	0,132599	8,946047	0,240986	0,001248
Regressão xi	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2000} + \epsilon_{i2001}$	0,000065	0,008086	9,748162	0,943252	0,000513
Regressão xii	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2001} + \epsilon_{i2002}$	0,000128	0,011310	12,169137	0,920687	0,000157
Regressão xiii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i96} + \epsilon_{i98}$	0,000290	0,017016	15,714855	0,880911	0,000234
Regressão xiv	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i97} + \epsilon_{i99}$	0,002977	0,054565	13,816875	0,630715	0,000006
Regressão xv	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i98} + \epsilon_{i2000}$	0,001142	0,033799	9,020590	0,765979	0,000339
Regressão xvi	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i99} + \epsilon_{i2001}$	0,022864	0,151210	9,636389	0,180607	0,002240
Regressão xvii	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i2000} + \epsilon_{i2002}$	0,000942	0,030690	12,164183	0,786975	0,002825
Regressão xviii	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i96} + \epsilon_{i99}$	0,000011	0,003374	13,837411	0,976305	0,000235
Regressão xix	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i97} + \epsilon_{i2000}$	0,005064	0,071164	9,002863	0,530471	0,000008
Regressão xx	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i98} + \epsilon_{i2001}$	0,008716	0,093361	9,705902	0,410107	0,000124
Regressão xxi	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 DY_{i99} + \epsilon_{i2002}$	0,017735	0,133172	12,061517	0,238942	0,006399

Analisando a Tabela 7, em que a variável independente é o dividendo *yield*, nenhuma regressão apresentou poder de explicação relevante.

Tabela 8: Resultados das Regressões da Amostra V de 39 Títulos de Ações Ordinárias

AMOSTRA V - DE 39 TÍTULOS DE AÇÕES ORDINÁRIAS		R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P
Regressão i	$LA_{i97} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i97} + \epsilon_{i97}$	0,007257	0,085188	0,904245	0,611088	0,027189
Regressão ii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i98} + \epsilon_{i98}$	0,000566	0,023783	0,446095	0,887295	0,057956
Regressão iii	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i99} + \epsilon_{i99}$	0,004359	0,066026	0,539583	0,693693	0,405273
Regressão iv	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2000} + \epsilon_{i2000}$	0,005888	0,076733	1,503351	0,647033	0,080044
Regressão v	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2001} + \epsilon_{i2001}$	0,007437	0,086237	1,664207	0,606690	0,019457
Regressão vi	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2002} + \epsilon_{i2002}$	0,002427	0,049267	1,905385	0,768960	0,118406
Regressão vii	$LA_{i97} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i96} + \epsilon_{i97}$	0,012257	0,110713	0,901965	0,508151	0,009458
Regressão viii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i97} + \epsilon_{i98}$	0,005485	0,074062	0,444996	0,658558	0,090747
Regressão ix	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i98} + \epsilon_{i99}$	0,013134	0,114602	0,537200	0,493268	0,301401
Regressão x	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i99} + \epsilon_{i2000}$	0,010951	0,104648	1,499517	0,531797	0,092143
Regressão xi	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2000} + \epsilon_{i2001}$	0,007777	0,088185	1,663923	0,598556	0,039856
Regressão xii	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2001} + \epsilon_{i2002}$	0,002637	0,051349	1,905185	0,759480	0,121836
Regressão xiii	$LA_{i98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i96} + \epsilon_{i98}$	0,006724	0,082001	0,439245	0,619702	0,051496
Regressão xiv	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i97} + \epsilon_{i99}$	0,002377	0,048751	0,532970	0,768206	0,351369
Regressão xv	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i98} + \epsilon_{i2000}$	0,005467	0,073939	1,485364	0,654629	0,048609
Regressão xvi	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i99} + \epsilon_{i2001}$	0,012176	0,110344	1,641011	0,503672	0,043853
Regressão xvii	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i2000} + \epsilon_{i2002}$	0,004136	0,064315	1,879502	0,697288	0,160893
Regressão xviii	$LA_{i99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i96} + \epsilon_{i99}$	0,007201	0,084860	0,531680	0,607504	0,263405
Regressão xix	$LA_{i2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i97} + \epsilon_{i2000}$	0,001203	0,034678	1,488545	0,833996	0,114935
Regressão xx	$LA_{i2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i98} + \epsilon_{i2001}$	0,007702	0,087762	1,644722	0,595233	0,020181
Regressão xxi	$LA_{i2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{i99} + \epsilon_{i2002}$	0,004554	0,067485	1,879107	0,683127	0,179304

Analisando a Tabela 8, em que a variável independente é o *pay out*, nenhuma regressão apresentou poder de explicação relevante.

Tabela 9: Resultados das Regressões da Amostra VI de 116 Títulos de Ações Preferenciais

AMOSTRA VI - DE 116 TÍTULOS DE AÇÕES PREFERENCIAIS	R ²	R-MÚLTIPLO	ERRO PADRÃO	F DE SIGNIFICAÇÃO	VALOR P	
Regressão i	$LA_{97} = \beta_0 + \beta_1 PO_{97} + \epsilon_{97}$	0,00257515	0,05074590	0,92966878	0,58852149	0,02149434
Regressão ii	$LA_{98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{98} + \epsilon_{98}$	0,00191199	0,04372628	0,77671784	0,64116594	0,00986748
Regressão iii	$LA_{99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{99} + \epsilon_{99}$	0,00835387	0,09139952	0,98579381	0,32917027	0,38215131
Regressão iv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2000} + \epsilon_{2000}$	0,00088158	0,02969134	0,95044133	0,75170491	0,15290834
Regressão v	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2001} + \epsilon_{2001}$	0,00105394	0,03246439	1,49387040	0,72937522	0,56976093
Regressão vi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2002} + \epsilon_{2002}$	0,00027366	0,01654277	4,01840848	0,86009474	0,31984624
Regressão vii	$LA_{97} = \beta_0 + \beta_1 PO_{96} + \epsilon_{97}$	0,00107198	0,03274115	0,93036904	0,72715867	0,00324197
Regressão viii	$LA_{98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{97} + \epsilon_{98}$	0,00153591	0,03919072	0,77686415	0,67617647	0,05760595
Regressão ix	$LA_{99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{98} + \epsilon_{99}$	0,00038089	0,01951628	0,98974884	0,83527567	0,64754683
Regressão x	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{99} + \epsilon_{2000}$	0,01563939	0,12505753	0,94339581	0,18103281	0,57829041
Regressão xi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2000} + \epsilon_{2001}$	0,00056589	0,02378842	1,49423528	0,79990479	0,65284897
Regressão xii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2001} + \epsilon_{2002}$	0,00050117	0,02238679	4,01795122	0,81146863	0,31315952
Regressão xiii	$LA_{98} = \beta_0 + \beta_1 PO_{96} + \epsilon_{98}$	0,00221938	0,04711032	0,77659822	0,61554251	0,01824541
Regressão xiv	$LA_{99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{97} + \epsilon_{99}$	0,02278727	0,15095454	0,97859341	0,10576905	0,19086390
Regressão xv	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{98} + \epsilon_{2000}$	0,00173830	0,04169295	0,95003374	0,65676995	0,17092125
Regressão xvi	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{99} + \epsilon_{2001}$	0,00239313	0,04891960	1,49286872	0,60202775	0,86759268
Regressão xvii	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{2000} + \epsilon_{2002}$	0,00183499	0,04283675	4,01526938	0,64797357	0,29943992
Regressão xviii	$LA_{99} = \beta_0 + \beta_1 PO_{96} + \epsilon_{99}$	0,00811849	0,09010269	0,98591080	0,33610766	0,47841198
Regressão xix	$LA_{2000} = \beta_0 + \beta_1 PO_{97} + \epsilon_{2000}$	0,00235505	0,04852885	0,94974022	0,60493540	0,40054430
Regressão xx	$LA_{2001} = \beta_0 + \beta_1 PO_{98} + \epsilon_{2001}$	0,00027459	0,01657067	1,49445303	0,85986117	0,63110687
Regressão xxi	$LA_{2002} = \beta_0 + \beta_1 PO_{99} + \epsilon_{2002}$	0,00451874	0,06722157	4,00986784	0,47339303	0,22702905

Analisando a Tabela 9, assim como a Tabela 32, em que a variável independente é o *pay out*, nenhuma regressão apresentou poder de explicação relevante.

Cabe ressaltar, que os dados foram observados através de uma Análise Descritiva, Diagrama de dispersão, Teste de Correlação de Pearson, Teste de Hipótese para a normalidade e Análise de Regressão Simples.

Nenhum dos modelos de regressão analisados atenderam a todos os pressupostos da análise de regressão. Porém, algumas variáveis referentes ao lucro anormal apresentam correlação entre o dividendo, mas não foi possível determinar, através da análise de regressão simples, para os modelos aplicados, a relação entre estas variáveis.

Conclusão e Sugestões para Novas Pesquisas

O objetivo desta pesquisa consistiu em buscar evidências empíricas da relação entre os lucros anormais e os dividendos das empresas com ações negociadas na BOVESPA, sendo que o presente estudo foi realizado tanto para as ações preferenciais quanto para as ações ordinárias, aplicando-se a análise de regressão, em busca dessa relação e explicação das variáveis do problema proposto aplicado nas 6 amostras das ações, sendo 3 (três) de ações ordinárias (48, 22 e 39 títulos) e as outras 3 (três) de ações preferenciais (144, 80 e 116 títulos). E também, são desenvolvidas estatísticas descritivas, com suas respectivas análises.

Então, para responder o problema-pesquisa proposto de: Qual a relação existente entre os lucros anormais e os dividendos das ações ordinárias e preferenciais das empresas listadas na BOVESPA?

Ficou evidente que tanto para as ações ordinárias quanto para as preferenciais quando as variáveis do modelo eram os lucros anormais sendo explicados pelos dividendos

pagos por ação os resultados apurados mostravam algumas consistências e com um poder explicativo com alguma relevância.

Já quando as variáveis do modelo eram os lucros anormais explicados pelos dividendos *yield* a mesma afirmação não é verdadeira, ou seja, os resultados apurados não se mostraram consistentes e com poder explicativo relevante.

E também, quando as variáveis do modelo eram os lucros anormais explicados pelos *pay outs*, os resultados apurados não se mostraram consistentes e com poder explicativo relevante.

Enfim, rejeita-se a hipótese H_0 – Existe relação entre os lucros anormais e os de dividendos das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Pois, os dados mostraram que nem todos os dividendos explicam os lucros anormais, portanto, novas pesquisas serão necessárias. Assim, futuros estudos tornam-se necessários para verificar melhores evidências: seja adotando períodos maiores de observação, aplicação de outras técnicas para análise das variáveis do modelo, ampliação de dados, estudos por setores, dentre outros.

Concluimos que, algumas variáveis referentes ao lucro anormal apresentam correlação entre o dividendo, porém não foi possível determinar, através da análise de regressão simples, para os modelos aplicados, a relação entre estas variáveis.

Referências

- ABARBANELL, Jeffery and BERNARD, Victor. **Is the U.S. stock market myopic?** Journal of accounting research, vol. 38, nº 32, Autumn 2000.
- ABARBANELL, Jeffery S. and BUSHEE, Brian J. **Abnormal returns to a fundamental analysis strategy.** The accounting review, vol. 73, nº 1, January 1998.
- ALLEN, Franklin; BERNARDO, Antonio E. and WELCH, Ivo. **A theory of dividends base don tax clientes.** The journal of finance, vol. 55, nº 6, December, 2000.
- BREALEY, Richard A. e MYERS, Stewart. **Princípios de finanças empresariais.** 3ª ed. Portugal: MacGraw-Hill, 1992.
- BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C. e EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática.** Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRUNI, Adriano Leal e FAMÁ, Rubens. **Uma análise da eficiência informacional do mercado de ADRs brasileiros com base em testes de autocorrelação, raiz unitária e cointegração.** XXVII ENANPAD, 27º encontro da ANPAD, CD-ROM...São Paulo, set/2003.
- BUENO, Artur Franco. **Os dividendos como estratégia de investimentos em ações.** São Paulo: Revista Contabilidade & Finanças – USP, n.28, p.39-55, jan./abr 2002.
- CAMARGOS, Marcos Antonio de e BARBOSA, Francisco Vidal. **Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro.** São Paulo: Caderno de pesquisas em administração, v.10, nº 1, p. 41-55, jan/mar 2003.
- CAVALCANTI, Francisco e MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais.** Rio de Janeiro: Campus, 2002.
- CONROY, Robert M.; EADES, Kenneth e HARRIS, Robert S. **A test of the relative pricing effects of dividends and earnings:** evidence from simultaneous announcements in Japan. The journal of finance, vol. 55, nº 3, Jun, 2000.
- DONALDSON, R. Glen and KAMSTRA, Mark. **A new dividend forecasting procedure that rejects bubbles in asset price: the case of 1929's stock crash.** The review of financial studies, vol. 9, nº 2, Summer, 1996.

- DROMS, William G. e PROCIANOUY, Jairo L.. **Finanças para executivos não financeiros**. 4ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2002.
- DEWENTER, Kathryn L. and WARTHER, Vincent 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*, vol. 53, nº 3, Jun, 1998.
- ELSTON, Julie Ann. **Dividend policy and investment: theory and evidence from U.S. panel data**. *Managerial and decision economics*, vol. 17, nº 3, May-Jun, 1996.
- ERICKSON, Merle M. and MAYDEW, Edward L. **Implicit taxes in high dividend yield stocks**. *The accounting review*, vol. 73, nº 4, October, 1998.
- EVANS, Martin D. D. **Dividend variability and stock market swings**. *The review of economic studies*, vol. 65, nº 4, October, 1998.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- GOETZMANN, William N. and JORION, Philippe. **A longer look at dividend yields**. *The journal of business*, vol. 68, nº 4, October, 1995.
- GONZÁLEZ, Patricia González. **As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro**. São Paulo: Caderno de Estudos, FIPECAFI, v.10, n.19, p. 70-81, setembro/dezembro 1998.
- HARRIS, Trevor S. and KEMSLEY, Deen. **Dividend taxation in firm valuation: new evidence**. *Journal of accounting research*, vol. 37, nº 2, Autumn, 1999.
- HEINEBERG, Ricardo e PROCIANOY, Jairo Laser. **Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na bovespa**. XXVII ENANPAD, 27º encontro da ANPAD, CD-ROM...São Paulo, set/2003.
- LUNDHOLM, R. **A tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson models**: answers to some frequently asked questions. *Contemporary Accounting Research*, v.11, nº 2, p.749-761, primavera 1995.
- MARCONI, Marina de Andrade e LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do trabalho científico**: procedimentos básicos, pesquisa bibliográfica, projeto e relatório, publicações e trabalhos científicos. 6ª Ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTIN, Alvin. **As empirical test of the relevance of accounting information for investment decisions**. *Journal of accounting research*, vol. 9, empirical research in accounting
- PORTELLA, Gualter. **Lucro residual e contabilidade**: instrumental de análise financeira e mensuração de performance. São Paulo: Caderno de Estudos, FIPECAFI, v.12, n.23, p. 9-22, janeiro/junho 2000.
- SECURATO, J.R. **Avaliação de investimentos em condições de incerteza**. São Paulo: Atlas, 1996.
- VANNI, Sergio Marcos. **Modelos de regressão**: estatística aplicada. São Paulo: Legnar Informática e Editora, 1998.

ⁱ Ações, aqui definida por Assaf Neto (2003, p. 97), “constituem na menor parcela (fração) do capital social de uma sociedade anônima. São valores caracteristicamente negociáveis e distribuídos aos subscritores (acionistas) de acordo com a participação monetária efetivada”.