

REMUNERAÇÃO AOS ACIONISTAS: COMO O MERCADO PRECIFICA A DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR EMPRESAS DO SEGMENTO BANCÁRIO LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 2010

COMPENSATION TO SHAREHOLDERS: HOW THE MARKET PRICES THE DIVIDENDS AND INTEREST DISTRIBUTION ON OWN CAPITAL IN BANKING COMPANIES LISTED ON BM&F-BOVESPA IN 2010

Ramon Kael Benassi BACHMANN

UFPR – Universidade Federal do Paraná – PR – Brasil
ramon_bach@yahoo.com.br

Claudineia KUDLAWICZ

UFPR – Universidade Federal do Paraná – PR – Brasil
claudineia09@yahoo.com.br

Veronica Eberle de ALMEIDA

UFPR – Universidade Federal do Paraná – PR – Brasil
veronica.eberle@yahoo.com.br

Ana Paula Mussi Szabo CHEROBIM

UFPR – Universidade Federal do Paraná – PR – Brasil
anapaulamussi@ufpr.br

Recebido em 12/2011 – Aprovado em 08/2012

Resumo

Este estudo avalia o impacto das divulgações de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio no preço de mercado das ações das empresas do segmento bancário. Para tal foi realizado um estudo, por meio de levantamento de dados de todas as empresas do setor listadas na BM&FBOVESPA e que divulgaram distribuição de dividendos ou JCP em 2010. A análise procurou identificar se as variações percentuais das cotações das ações acompanham a variação percentual do Ibovespa, nas datas de divulgação de distribuição de dividendos e JCP e em datas subsequentes. Para o tratamento dos dados, foi utilizado Análise de Regressão entre a variação percentual das cotações das ações e a variação percentual do Ibovespa com base em cada data de divulgação de distribuição de dividendos e JCP. Os resultados indicam que a divulgação impacta nas cotações das ações e o impacto é maior em datas mais próximas à divulgação.

Palavras-Chave: Política de Dividendos - Cotação das Ações - Dividendos

Abstract

This study evaluates the impact of disclosures of dividends and interest on capital in the market price of the shares of banking companies. For such a study was conducted through data collection all sector companies listed on BOVESPA and disclosed that the distribution of dividends or IOC in 2010. The analysis sought to identify whether the percentage changes of stock prices follow the variation of the Bovespa, the release dates for distribution of dividends and interest on capital and subsequent dates. For the treatment of data, we use regression analysis between the percentage change of stock prices and percentage change in the Bovespa index based on each reporting date for distribution of dividends and IOC. The results indicate that disclosure impact in stock prices and the impact is greater on dates closer to the disclosure.

Keywords: *Dividend Policy - Quotation of the Shares - Dividends*

1 INTRODUÇÃO

A dinâmica organizacional evidencia a maximização do valor da empresa como objetivo da administração financeira. Na medida em que uma empresa recebe seus fluxos de caixa advindos de seu processo produtivo e de prestação de serviços, ela precisa tomar algumas decisões quanto à destinação deste dinheiro, ou seja, se ele será reinvestido ou se ele será repassado aos investidores. Existem alguns meios que as empresas podem utilizar para repassar esses recursos: distribuição de dividendos, a recompra de ações, contratos a termo ou ainda através de cisões, sejam elas totais ou parciais (DAMODARAN, 2002).

O dividendo é a remuneração paga aos acionistas de acordo com a quantidade e o tipo de ação (ordinária e/ou preferencial) que este possui. Consiste, pois, na distribuição em dinheiro de parte ou de todo o lucro da empresa auferido em um exercício social. A ação ordinária é aquela que

concede ao acionista direito a voto nas decisões da organização, tendo seu percentual de remuneração menor quando comparado ao percentual das ações preferenciais, as quais objetivam apenas o retorno financeiro ao acionista. Segundo o art. 10 da Lei 9.249/95, não há incidência de imposto de renda retido na fonte sobre os dividendos e estes não são dedutíveis para cálculo do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL), portanto, o valor do IR e da CSLL incidem sobre os dividendos. A parcela do lucro a ser distribuído em forma de dividendos aos acionistas está estabelecida no estatuto da empresa, em dinheiro e proporcional à quantidade de ações possuídas pelo acionista. Também podem ser retornados recursos aos acionistas na forma de ações da própria empresa (ações adicionais).

Outro meio de devolução de recursos aos acionistas é o Juro sobre Capital Próprio (JCP), característica essencialmente brasileira, que consiste no pagamento ou crédito de juros aos acionistas, a título de remuneração de seu capital. Esse montante é calculado sobre as contas do Patrimônio Líquido (PL) e limitado à variação *pro rata* dia da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). O JCP é considerado como sendo a compensação da extinta Correção Monetária de Balanços e é dedutível para fins de IRPJ e CSLL, conforme o art. 347 do Decreto nº 3.000/99 (RIR/99). Para o acionista, o recebimento de JCP implica em recolhimento de Imposto de Renda, porque a empresa não recolhe.

A política de dividendos é resultado de equilíbrio entre a retenção de lucros, por um lado, e o pagamento dos dividendos e a emissão de novas ações, por outro (BREALEY; MYERS, 1997, p. 417). É a política de dividendos adotada pela empresa que determinará quanto e de que forma serão distribuídos os dividendos.

Para garantir sua existência no mercado e por força de lei, no Brasil, as empresas do setor financeiro precisam, assim como as empresas dos demais setores, destinar parte dos recursos aos seus acionistas. O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão deliberativo que estabelece as diretrizes, regula as condições e o funcionamento das instituições, além de fiscalizá-las. Estas empresas precisam de autorização do Banco Central do Brasil (Bacen) para funcionar e devem elaborar e divulgar anualmente as demonstrações contábeis consolidadas, adotando as normas e os pronunciamentos emitidos pelo *International Accounting Standards Board* (IASB). Cabe ainda lembrar que o conjunto de empresas financeiras é o segmento de maior geração de lucro na BM&FBovespa, exigindo administração tributária adequada quanto aos lucros gerados para reduzir o pagamento de IR e CSSL bem como boa geração de caixa aos acionistas por meio do pagamento de dividendos e JCP.

Nesse contexto, o presente trabalho se propõe a responder à seguinte questão: Qual o impacto da divulgação de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio na cotação das ações das empresas do segmento bancário listadas na BM&FBovespa em 2010? O objetivo é verificar se o mercado precifica essa remuneração, através da variação do preço das ações, quando da divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio dos bancos listados na BM&FBovespa no ano de 2010. O estudo se faz importante pela contribuição ao conhecimento dos fatores que levam ou não à oscilação do preço das ações em comparação ao mercado e à divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio.

Além deste tópico, o presente artigo está estruturado em mais quatro outros: referencial teórico, que tem por finalidade apresentar o embasamento teórico necessário para o

encaminhamento do problema, discutindo assuntos relacionados ao tema; metodologia, que visa demonstrar como os dados utilizados na pesquisa foram coletados e tratados a fim de se alcançar o objetivo proposto; análise dos resultados e, por fim, as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O embasamento teórico desse estudo versa sobre as diferentes teorias de política de dividendos. O estado da arte necessário para que o estudo se caracterize como mais uma contribuição ao tema está relacionado ao levantamento de estudos que buscam evidências empíricas sobre a distribuição de dividendos no Brasil e no exterior. No entanto, cabe ressaltar que existem diferenças de tributação entre países, sobretudo entre Estados Unidos e Brasil, visto que foi nos Estados Unidos que as escolas de pensamento sobre política de dividendos foram desenvolvidas. Enquanto nos Estados Unidos existe tributação sobre os dividendos, no Brasil não, a qual ocorre apenas sobre os juros sobre capital próprio.

2.1 Políticas de Dividendos

O valor dos dividendos resulta de uma definição do conselho de administração da empresa e o seu anúncio implica no pagamento de tais dividendos aos acionistas que estejam devidamente registrados em determinada data, intitulada data de registro (BREALEY; MYERS, 1997).

Os dividendos são percentagens pagas aos sócios, provenientes dos lucros auferidos pela empresa. Dessa forma, a decisão de pagamento de dividendo é condicionada por dois fatores principais: necessidade de resultado positivo e necessidade de liquidez para efetivação do pagamento. Além disso, empresas com maiores oportunidades de investimento ou crescimento caracterizam-se pela diminuição dos dividendos (PINCHES, 1987).

Damodaran (2002, p. 363) apresenta algumas evidências históricas sobre os dividendos. A primeira evidência é a tendência dos dividendos de seguir os lucros, afinal, os dividendos são distribuídos a partir destes. A segunda evidência indica existir certa resistência por parte das empresas em alterar a sua política de dividendos, baseando-se na preocupação a respeito de sua capacidade em manter elevado o pagamento dos dividendos. A última evidência é a da ‘rota’ mais suave dos dividendos, quando comparada à ‘rota’ dos lucros, visto que as organizações apenas aumentam seus dividendos quando se sentem capazes de mantê-los, ou seja, “a variação dos rendimentos de lucros entre empresas é muito maior do que a variação em rendimentos de dividendos” (DAMODARAN, 2002, p. 366).

De forma geral, segundo Fama e Babiak (1968), os dividendos tendem a acompanhar os lucros, porém de maneira mais uniforme, já que apenas são, de fato, aumentados caso haja segurança para mantê-los em níveis altos. Brealey e Myers (2005) esclarecem que podemos distinguir empresas rentáveis observando se a distribuição de dividendos dela condiz com seus lucros, principalmente se isto for sustentado no longo prazo. Há, ainda, a visão negativa do mercado a respeito de quedas abruptas dos dividendos. Com isso, nota-se a relutância das empresas em modificar dividendos ao longo do tempo. É o que Damodaran (2002) chama de dividendos amarrados.

Para Damodaran (2002), a política de dividendos tende a seguir o ciclo de vida da empresa. Sendo assim, maior estabilidade (maior fluxo de caixa) favorece a distribuição de dividendos, enquanto que maior oportunidade para a empresa tende a desfavorecer a distribuição de dividendos. O referido autor elenca três principais fatores que afetam a distribuição de dividendos: diferenças no estágio de crescimento, uma vez que países

que crescem mais geram maiores oportunidades de investimentos, fazendo com que as empresas diminuam a distribuição de dividendos; diferenças no tratamento tributário de país para país; e, diferenças no controle das empresas, pois se o proprietário não administra o negócio, então a administração busca o acúmulo de fundos, pagando menos dividendos aos acionistas.

Existem no mercado três políticas de dividendos que são as mais utilizadas pelas organizações: a política com índice de distribuição constante, dividendos regulares e a política de distribuição de dividendos regulares mais o extra. A primeira política se refere a uma distribuição de dividendos constante e a empresa, ao adotar esta política, garante aos seus acionistas o repasse imediato dos resultados obtidos. Esta política apresenta o viés de que no caso de instabilidade dos lucros, também os dividendos sofrerão esta variação. Esta situação pode passar ao acionista a impressão de que o investimento nesta empresa pode ser arriscado ou que ela é mal administrada.

Na segunda política, os dividendos caracterizam-se pela expectativa da empresa em pagar dividendos periodicamente, mantendo esse pagamento nos períodos futuros. Ao acionista, esta política se apresenta como positiva, pois transmite a imagem de um bom desempenho organizacional. No entanto, é facultado à empresa não oferecer esse tipo de dividendo e distribuir, terceira política, dividendos regulares mais baixos acompanhado de um dividendo extraordinário (extra), quando aplicável. O dividendo extraordinário pode não voltar a repetir-se e os acionistas sabem dessa particularidade. Vale ressaltar que o pagamento de dividendos impacta diretamente no saldo dos lucros retidos indicados no balanço da organização.

No que se refere à discussão sobre a distribuição dos lucros pelas empresas, existem três escolas

de pensamento: 1) os dividendos são irrelevantes; 2) os dividendos são ruins e; 3) os dividendos são bons.

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos, preconizada por Modigliani e Miller (1961), defende que o valor da empresa não é afetado pela política de dividendos adotada, considerando a inexistência de riscos, impostos, custos de transação e quaisquer outras imperfeições do mercado. Sendo assim, a geração de valor da empresa se dá pela sua capacidade em gerar lucros e pelo risco apresentado de seus ativos. Entretanto, Pinches (1987) defende que os pressupostos da Teoria da Irrelevância da Política de Dividendos são muito restritivos quanto à realidade empresarial, havendo um conjunto de argumentos advindos de outras teorias a favor da não neutralidade da política de dividendos.

A segunda escola estabelece que o pagamento de dividendos é ruim e defende esta posição ao afirmar a criação de um viés ao acionista devido à tributação, ou seja, os tributos incidentes sobre os dividendos são mais pesados quando comparados aos incidentes sobre o ganho de capital. Trata-se da Teoria da Preferência Tributária, citada por Brigham, Gapenski, e Ehrhardt (2001, p. 662), a qual estabelece que “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”. Dessa forma, defende-se que o crescimento dos lucros aumentaria os preços das ações e os ganhos de capital de carga tributária mais baixa seriam preferidos em detrimento aos dividendos, sobre os quais incidem mais impostos. No entanto, é preciso ressaltar que, no Brasil, não há incidência de tributos sobre dividendos. Por exemplo, nos Estados Unidos os JCP são tributados enquanto que os ganhos de capital (valorização da ação, por

exemplo) não são. No Brasil, contudo, apenas os juros sobre capital próprio estão sujeitos à tributação.

A última escola é também conhecida por Teoria do Pássaro na Mão e defende que o pagamento de dividendos aos acionistas é bom, justificado pelo fato de que estes preferem o pagamento de dividendos (por mais baixos que sejam) ao ganho de capital esperado, ou seja, os dividendos são melhores que os ganhos de capital, pois são certos enquanto que os ganhos de capital são incertos. 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”. Surge aí a preferência dos investidores pelos dividendos.

Portanto, a política de dividendos considerada ótima surge do balanceamento entre dividendos correntes e crescimento futuro, com o objetivo de maximizar o preço das ações da empresa. De acordo com 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”.

Apreende-se disso tudo, em sintonia com Damodaran (2002), que políticas de dividendos exigem optar entre o passivo tributário adicional que elas podem criar para alguns investidores e a sinalização potencial e os benefícios de fluxos de caixa livres resultantes do pagamento de dividendos.

2.2 Evidências empíricas sobre a distribuição de dividendos no Brasil e no exterior

John Lintner (1956), professor da Harvard Business School à época, estudando sobre a política de dividendos, revisou informações sobre companhias durante o período de sete anos, compreendido entre 1947 e 1953. Seu objetivo era identificar se o percentual de recursos distribuído como dividendos refletia na política de dividendos destas empresas. Desenvolveu, a partir de então, um modelo de equação para verificar a relação entre as variações dos dividendos e dos lucros.

Os estudos de Easterbrook (1984) visavam saber se os dividendos poderiam igualar os interesses dos gestores e dos acionistas e também relacionar os dividendos com o custo de agência. Concluiu que os dividendos têm relevante papel para a redução do custo de agência.

Allen e Michaely (2002), também utilizando o tema política de dividendos, realizaram uma revisão teórica sobre o assunto e justificaram seus estudos pelo elevado pagamento de dividendos pelas companhias no ano 1999, o que pôde sinalizar as decisões de financiamento ou investimentos por meio da política de dividendos adotada. Em seus estudos, os pesquisadores concluíram que os impostos podem afetar o preço das ações no dia em que as mesmas pagam seus dividendos (o resultado obtido advém do estudo de organizações fora do Brasil).

No Brasil, os primeiros estudos foram realizados por Brito e Rietti (1981), que testaram o efeito clientela no período de 1973 a 1976. Os autores não encontraram evidências do mesmo sobre as empresas no mercado de ações brasileiro.

Garcia e Bugarin (2001) estudaram as empresas estatais e o papel dos dividendos mínimos nas mesmas. O objetivo era analisar os dividendos mínimos obrigatórios no valor de mercado nessas

companhias e concluíram que o dividendo obrigatório não tem seu valor diminuído em função da possibilidade de se contrair empréstimos.

Ness Jr e Zani (2001) verificaram até onde os Juros sobre Capital Próprio podem reduzir a vantagem fiscal do endividamento. Concluíram que adotando os procedimentos de pagamento de JCP reduzem a carga tributária das empresas.

Correia e Amaral (2002) apresentaram o propósito de identificar alterações no preço de mercado das ações de companhias brasileiras negociadas na Bovespa em relação à política de dividendos adotada. Concluíram que a política de dividendos possui relevância e que oscilações no nível de distribuição de dividendos alteram o preço das ações das companhias.

Novis e Saito (2002) analisaram o anúncio de pagamento dos dividendos e o comportamento no preço das ações durante o ano de 1998 a 2000. Constataram que a relação existente é direta entre o rendimento dos dividendos e o retorno das ações no período que precede o evento.

Essa revisão teórica corrobora a necessidade de outros estudos sobre o comportamento do preço das ações em mercado a partir da distribuição de dividendos.

3 METODOLOGIA

O estudo caracteriza-se como descritivo, pois de acordo com Cooper & Schindler (2003) conta com questões de investigação que descrevem fenômenos ou características associadas com a população-alvo, estimar as percepções da população com essas características e descobrir associações entre as variáveis. Além disso, é do tipo *ex-post facto*, pois os pesquisadores não possuem controle sobre as variáveis em estudo e

não se podem manipular as variáveis, as quais apenas relatam o ocorrido (COOPER; SCHINDLER, 2003, p. 128).

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é caracterizada como quantitativa, pois, segundo Beuren (2008, p. 92) é caracterizada pelo emprego de instrumentos estatísticos, tanto na coleta quanto no tratamento dos dados. Richardson (2008) caracteriza o método quantitativo pelo emprego de quantificação na coleta das informações e no tratamento das mesmas por meio de técnicas estatísticas.

Para a coleta de dados foram utilizados dados secundários. As cotações das ações foram coletadas diretamente da base de dados Economática®. As datas de divulgação da distribuição dos dividendos e juros sobre capital próprio, bem como a pontuação do Ibovespa, coletada no site da BM&FBOVESPA, considerando todas as empresas que divulgaram suas informações neste site e distribuíram dividendos ou JCP durante o ano de 2010. Para a pesquisa foram utilizados dados do referido ano, tanto relativos às datas de divulgação de distribuição de dividendos e JCP quanto relativos às cotações das ações ordinárias e preferenciais nos seguintes tempos: data da divulgação da distribuição de dividendos/JCP, um dia, sete, quatorze e trinta dias após esta divulgação.

O universo das empresas do segmento bancos, listadas na BM&FBOVESPA, é composto por 27 organizações, das quais foram coletados os dados de apenas 22 devido à inexistência da informação da cotação da ação na data da divulgação de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio das outras cinco empresas.

Para facilitar o entendimento, as siglas utilizadas neste trabalho significam: data D (ou D+0), refere-se à data de divulgação da distribuição dos dividendos e/ou JCP; D+1 significa a data de

divulgação acrescida de um dia (se a data de divulgação foi dia 14, a data D+1 será o dia 15); D+7 corresponde à data D acrescida de mais sete dias; D+14 e D+30 seguem o mesmo raciocínio, ou seja, data de divulgação acrescida de quatorze e trinta dias, respectivamente.

Após o levantamento destes dados (datas e valores das cotações), foram levantados os valores, nas respectivas datas, das cotações do Ibovespa, a fim de parametrizar as análises (verificar se a variação ocorreu em decorrência da variação da Bolsa de Valores ou se houve impacto da divulgação de distribuição).

O próximo passo foi calcular as variações percentuais entre os valores das cotações das ações e as variações do Ibovespa entre as datas D+0 e D+1; D+0 e D+7; D+0 e D+14; D+0 e D+30 considerando, num primeiro momento, somente as ações ON e PN e, logo após, as ON e PN separadamente. Aplicou-se então a metodologia estatística de regressão linear simples que, de acordo com Cunha e Coelho (2009, p. 133), é aplicada “quando o problema apresentado tem por objetivo prever uma variável dependente a partir do conhecimento de uma única variável independente”. Para a análise utilizou-se o *software* SPSS® 18.0, considerando a variação das cotações das ações como variável dependente e a variação do Ibovespa como variável independente.

Entende-se que a influência da divulgação pode ser interpretada como uma variação do preço da ação diferente da variação do mercado naquele dia, medida pela variação do Ibovespa. Desta forma, foram levantadas as seguintes hipóteses:

H0: O preço das ações ordinárias e preferenciais é influenciado pela divulgação da distribuição dos juros sobre capital próprio e dividendos.

H1: O preço das ações ordinárias e preferenciais não é influenciado pela divulgação da distribuição dos juros sobre capital próprio e dividendos.

Sendo assim, o presente estudo se propõe a analisar qual o impacto da divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio nos preços das ações dos bancos listados na BM&FBOVESPA em 2010 a partir da confirmação ou refutação destas hipóteses estabelecidas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Foram realizados testes de regressão linear simples nas amostras, considerando a variação do preço das ações como variável dependente e a variação do Ibovespa como independente, em cada uma das datas analisadas. A análise de regressão utilizada no presente estudo revelou que a divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio impactou as cotações das ações das empresas do segmento bancário, listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2010.

As regressões entre as variações das cotações das ações e as variações do Ibovespa, de forma geral, revelaram R^2 crescente conforme os dias se distanciavam da data D. A maioria dos 22 bancos considerados na análise divulgou mais de uma vez ao ano a distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio, de acordo com a política de dividendos adotada, ou por discricionariedade da empresa; isso estabelece distribuições aleatórias ao longo deste período. A amostra de ações ON e PN para este estudo é formada por 167 observações. A amostra apenas com ações ON contou com 63 observações e a amostra apenas com ações PN contou com 104 observações. Todos os modelos estimados apresentaram significância bastante baixa através do Teste F e, ao plotar o histograma e o gráfico de dispersão através do *software* SPSS® 18.0, ficaram claras as

distribuições normais e o cumprimento dos pressupostos básicos de regressão, o que torna os modelos adequados.

O quadro 1 apresenta os principais resultados das 12 regressões realizadas, o qual contém também os resultados dos Testes F e dos Testes T. Para estes últimos, como a significância de todos os coeficientes lineares (“Constant”) foram superiores a 0,05, estes foram ignorados. Portanto, têm-se os modelos das regressões estimadas apenas com os coeficientes angulares e suas respectivas significâncias.

Considerando tanto ações ordinárias quanto preferenciais, a regressão entre as variações de D+0 até D+1 revelaram R^2 de 6,90%. Para as variações entre D+0 e D+7, o R^2 subiu para 34,20%; entre D+0 e D+14 o R^2 foi de 32,70% e, considerando as variações das cotações das ações e do Ibovespa entre D+0 e D+30, o R^2 foi de 44,10%. Isto indica que, logo no dia seguinte ao da divulgação de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio as cotações das ações dos bancos não acompanharam a variação do mercado da mesma forma que em D+30. Como as datas D eram em sua maioria diferentes, uma vez que os bancos não realizam a divulgação no mesmo dia, pode-se inferir que a informação de distribuição dada aos investidores impactou a cotação das ações e tal impacto teve seu efeito reduzido, pois em D+30 o percentual de 44,10 das variações na variável dependente era explicado pelas variações ocorridas na variável independente.

Quadro 1 – Principais Resultados Testes F e T

	ON e PN				ON				PN			
Variação entre D+0 e D+1	ANOVA				ANOVA				ANOVA			
	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.
	Regres.	0,005	12,234	0,001	Regres.	0,004	12,546	0,001	Regres.	0,002	3,535	0,033
	Resid.	0,072			Resid.	0,019			Resid.	0,052		
	Total	0,078		Total	0,023			Total	0,054			
	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.			
	Y = 0,447 X		0,001	Y = 0,586 X		0,001	Y = 0,341 X		0,033			
Variação entre D+0 e D+7	ANOVA				ANOVA				ANOVA			
	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.
	Regres.	0,091	85,835	0,000	Regres.	0,037	56,991	0,000	Regres.	0,055	41,343	0,000
	Resid.	0,175			Resid.	0,039			Resid.	0,135		
	Total	0,266		Total	0,076			Total	0,190			
	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.			
	Y = 0,891 X		0,000	Y = 0,826 X		0,000	Y = 0,949 X		0,000			
Variação entre D+0 e D+14	ANOVA				ANOVA				ANOVA			
	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.
	Regres.	0,142	80,223	0,000	Regres.	0,069	58,502	0,000	Regres.	0,075	34,498	0,000
	Resid.	0,293			Resid.	0,072			Resid.	0,221		
	Total	0,436		Total	0,140			Total	0,295			
	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.			
	Y = 0,984 X		0,000	Y = 1,072 X		0,000	Y = 0,926 X		0,000			
Variação entre D+0 e D+30	ANOVA				ANOVA				ANOVA			
	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.	Model	Sum. Sqrs.	F	Sig.
	Regres.	0,549	130,03	0,000	Regres.	0,237	99,856	0,000	Regres.	0,314	59,107	0,000
	Resid.	0,697			Resid.	0,145			Resid.	0,543		
	Total	1,246		Total	0,382			Total	0,857			
	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.	MODELO		Sig.			
	Y = 1,174 X		0,000	Y = 1,267 X		0,000	Y = 1,121 X		0,000			

Em seguida, considerando apenas as ações ordinárias, observou-se basicamente o mesmo comportamento do R^2 , ou seja, aumentou com o passar dos dias a partir da data D. Neste caso, para as variações entre D+0 e D+1, o R^2 foi de 17,10%; entre D+0 e D+7, foi de 48,30%; entre D+0 e D+14 foi de 49,00% e entre D+0 e D+30 foi

de 62,10%. Mais uma vez, o baixo percentual de 17,10% se comparado aos 62,10% (30 dias após a data D), revela o maior impacto das informações de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio nos dias seguintes às datas D de cada banco.

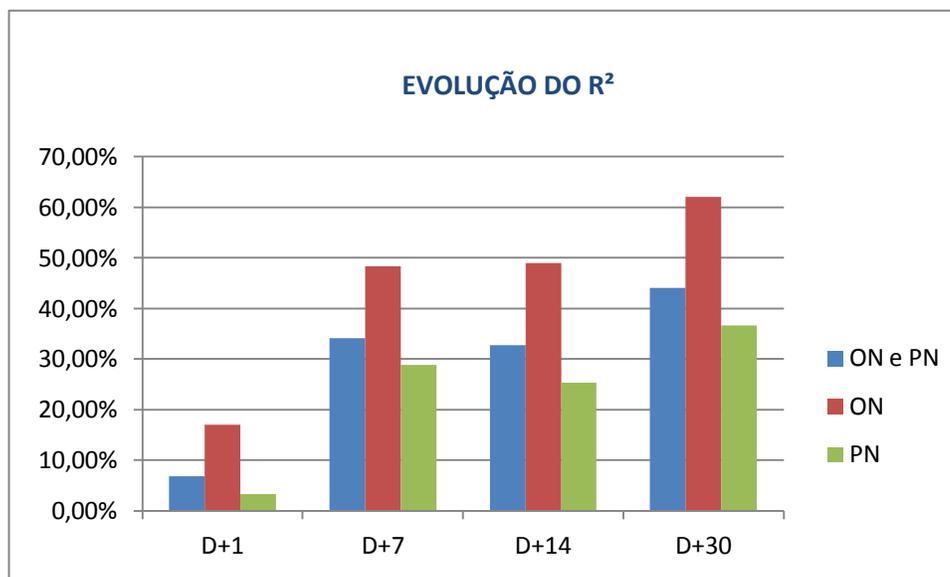


Gráfico 1 – Evolução do R²

Ao analisar somente as ações preferenciais, o R² entre D+0 e D+1 foi de apenas 3,30%; entre D+0 e D+7 o R² subiu consideravelmente para 28,80%; entre D+0 e D+14 ficou em 25,30% e, entre D+0 e D+30, o R² foi de 36,70%. O gráfico 1 demonstra a evolução do R Square (R²).

Como os níveis de significância do Teste F das 12 regressões realizadas foram inferiores a 0,05, os modelos estimados são considerados significativos ao nível de 5%. Sendo assim, é possível inferir através do gráfico 1, pela evolução do R², que a divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio impactou as cotações das ações, principalmente em D+1, tanto ON quanto PN, dos bancos listados na BM&FBOVESPA em 2010.

O referido impacto mostra-se forte em D+1 e persiste, porém vai enfraquecendo, principalmente quando se compara D+1 com D+30. As diferenças entre D+7 e D+14 são pequenas. Portanto, quanto às hipóteses levantadas, as evidências indicam que os preços das ações nas datas estudadas em relação à divulgação de distribuição de dividendos e juros

sobre capital próprio são influenciados por essa divulgação, tanto para as ações ordinárias quanto para as ações preferenciais, o que confirma as hipóteses de pesquisa e revela qual é o impacto das divulgações estudadas sobre os preços das ações, ou seja, forte logo após as divulgações e mais tênue 7, 14 e, principalmente, 30 dias após.

Sendo assim, os achados da presente pesquisa corroboram as teorias que colocam os dividendos como relevantes, já que foram constatadas evidências de que a divulgação destes, de fato, impacta nas cotações das ações ordinárias e preferenciais, neste estudo, em relação aos bancos listados na BM&FBOVESPA em 2010.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho avaliou o impacto das divulgações de distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio no preço das ações das empresas do segmento bancário listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2010. Foram analisados 22 bancos que, no total, possibilitaram a realização das regressões. Pressupõe-se que a

influência da divulgação pode ser interpretada como uma variação do preço da ação diferente da variação do mercado naquele dia, medida pela variação do Ibovespa.

Para verificar se a divulgação em cada data impactou nas cotações das ações, foram levantadas hipóteses, testadas por meio de regressões que consideraram a variação das cotações das ações e a variação do Ibovespa no dia seguinte ao da divulgação da distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio, 7, 14 e 30 dias após a referida divulgação.

Pelo estudo pode-se concluir que há variação significativa nos preços das ações para os períodos estudados considerando ON e PN, apenas ON e apenas PN. Porém, o impacto é forte apenas em D+1, enfraquecendo em D+7, D+14 e principalmente em D+30, quando as variações dos preços das ações acompanham mais as variações do mercado, medidas pelo Ibovespa.

Como sugestão para pesquisas posteriores, o presente estudo pode ser complementado utilizando-se o Índice Financeiro IFNC calculado pela BM&FBOVESPA, como forma de expurgar da análise outros efeitos do comportamento do mercado, eventualmente captados pelo Ibovespa.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. *Payout Policy. Social science research network*. Electronic Library. Working Paper, apr. 2002.
- BEUREN, Ilse Maria. *Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- BRASIL. Congresso Nacional. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19249.htm>. Acesso em: 15 jun. 2011.
- BRASIL. Decreto nº 3.000, de 26 de março de 1999 – RIR/1999. Tributação de pessoas jurídicas, livro II. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3000.htm>. Acesso em: 15 jun. 2011
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Finanças corporativas*. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Princípios de Finanças Empresariais*. 5 ed. Lisboa: McGraw-Hill, 1997.
- BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michael C.. *Administração Financeira: teoria e prática*. Tradução de Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRITO, N.; RIETTI, R. Efeito clientela, níveis marginais de taxação e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. *Revista de Administração*, n. 16, 1981, 33-46.
- COOPER, Donald R.; SCHINDLER, Pamela S. *Métodos de Pesquisa em Administração*. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.
- CORREIA, Laise F.; AMARAL, Hudson F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In: XXVI ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, Anais... set. 2002.
- CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; COELHO, Antonio Carlos. Regressão Linear Múltipla. In: CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria (Coords.). *Análise Multivariada: para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia*. São Paulo: Atlas, 2009.
- DAMODARAN, Aswath. *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Tradução: Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman, 2002.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, p. 221-230, Sept. 1984.

ECONOMÁTICA. Banco de Dados: Cotações das ações e Ibovespa. Data base: jun. 2011.

FAMA, E. F.; BABIAK, Harvey. Dividend Policy: An Empirical Analysis. *Journal of the American Statistical Association*, v. 63, p. 1132-1161, 1968.

GARCIA, André L. G.; BUGARIN, Mauricio S. Incentivos para os administradores de companhias estatais: o papel dos dividendos mínimos obrigatórios e o desenho ótimo de salários. *In: I ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, jul. 2001.

GONZÁLEZ, Patrícia. As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro. São Paulo: Caderno de Estudos, FIPECAFI, v. 10, n. 19, p. 70-81, set./dez. 1998.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends retained earnings, and taxes. *American Economic Review*. Menasha: The American Economic Association, v.46, n. 2, p. 97-113, May 1956.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

NESS Jr., Walter L; ZANI, João. Os juros sobre o capital próprio *versus* a vantagem fiscal do endividamento. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 36, n. 2, abr./jun. 2001.

NOVIS Neto, Jorge A.; SAITO, Richard. *Dividend yields* e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *In: XXVI ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO*, set. 2002.

PINCHES, George E. *Essentials of Financial Management*. 2. ed. New York: Harper & Row Publishers, 1987.

RICHARDSON, R. J. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. Colaboradores: PERES, J. A. de S. *et al.*. 3 ed. – 8 reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.