

Sinalização de Desempenho Futuro a partir da Política de Dividendos: Uma Investigação aplicada junto à CIA Hering S/A.

Autoria: Raquel Souza Ramos, Jose Lindenberg Julião Xavier Filho, Adriana Fernandes de Vasconcelos, Lavoisiene Rodrigues de Lima

Resumo

Tendo por objetivo investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A, utilizando como referencial teórico a Relevância e Irrelevância da Política de Dividendos, bem como a Teoria da Sinalização, esta pesquisa, de natureza quantitativa, utilizou o *Software* SPSS 20.0, por meio da técnica de regressão linear simples univariada, considerando quatro variáveis como *proxy* para desempenho futuro e a remuneração dos sócios como variável independente. Os resultados indicaram que três das quatro variáveis escolhidas como *proxy* para desempenho futuro apresentaram indícios da presença de conteúdo informacional na política de dividendos.

1. INTRODUÇÃO

A política de dividendos tem despertado o interesse de estudiosos e tem sido objeto de estudo há várias décadas, pois se refere a uma das principais decisões a ser tomada pelos gestores no que diz respeito à política de financiamento (SANVICENTE, 1987; ASSAF NETO, 2003; BRUNI; FAMÁ, 2012), sendo considerado o *trade-off* entre distribuir os resultados aos investidores ou retê-los como fonte para investimentos.

Diversas são as teorias que tentam explicar a política dos dividendos, dentre elas destaca-se a abordagem sobre a Teoria da Irrelevância dos Dividendos de Merton Miller & Franco Modigliani (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a qual afirma que, em hipótese de mercados perfeitos, os dividendos são irrelevantes, não sendo capazes de alterar o valor de mercado da empresa, ou seja, seu valor não pode ser alterado por meio de uma simples reorganização estrutural do financiamento, como por exemplo, a alteração na política de retenção de lucros.

A abordagem concorrente a de Miller e Modigliani é a Teoria da relevância dos dividendos, desenvolvida por Durand (1959), Lintner (1962) e Gordon (1963), que argumentam que em um ambiente de incertezas os investidores preferirão receber dividendos o quanto antes, pois são avessos ao risco. O pagamento de dividendos reduz a incerteza, o que por sua vez conduz ao aumento dos preços das ações da empresa, estabelecendo-se uma relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa. Os estudos de Gordon (1963) e Van Horne e McDonald (1971) mostraram que uma distribuição generosa de dividendos permite maximizar o valor da empresa.

A maioria das pesquisas que envolvem a política de dividendos é baseada no modelo de mercado norte americano, que contém uma das principais bolsas de valores do mundo, mercado este em que os dividendos são tributados, assim como os ganhos de capital, e por conta dessa tributação, as empresas americanas estão preferindo a política de recompra das ações a pagarem dividendos (ALLEN; MICHAELY, 2002). Por outro lado, no Brasil, apenas o ganho de capital é tributado em 15%, segundo o art. 46 da IN 1.022/2010, e os dividendos são isentos de tributação na pessoa física e, a Lei 6.404/76, em seu art. 152, § 1º, estipula que devem ser distribuídos, pelo menos, 25% do lucro obtido no exercício, como forma de garantia para os investidores. Tais fatos sugerem a importância do desenvolvimento de pesquisas no mercado nacional e não apenas uma importação dos resultados das pesquisas elaboradas nos EUA.

Dentre as temáticas da política de dividendos existentes, a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos é a proposta desse trabalho, ou seja, a teoria da sinalização propõe que alterações de dividendos contenham informações sobre mudanças nas expectativas de ganhos futuros. Conforme Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 663), “refere-se ao fato de que os investidores relacionam uma mudança inesperada de dividendos como um sinal de previsão da administração dos lucros futuros”.

Corroborando com tal pensamento, Santana (2006) declara que caso os dividendos afetem o valor da empresa, isso ocorre apenas devido ao conteúdo informacional (Sinalização) que revela as expectativas dos administradores das empresas, pois não seria a preferência dos acionistas correntes que levaria a acréscimos nos preços das ações e sim a expectativa de ganhos futuros, esperada a partir da retenção de lucros.

Amihud e Murgia (1997) demonstram que em países onde a tributação sobre os dividendos não segue o padrão americano, ou seja, dividendos pagando mais impostos que ganhos de capital, podem ocorrer resultados que contrariam a hipótese de sinalização.

Sanvincente (1987) salienta que no Brasil é de se esperar que o conteúdo informacional seja maior do que em outros países de mercados de ações mais desenvolvidos que oferecem grande disponibilidade de informação, pois esse fato diminui o poder informacional dos dividendos. No Brasil, diferente, por exemplo, dos EUA, o investimento

familiar e de pequenos poupadores em ações faz com que haja uma maior preocupação da empresa e dos órgãos fiscalizadores em dar acesso a informação, reduzindo os efeitos da informação dos dividendos. Além do volume de dividendos ser menor no Brasil frente à realidade norte-americana (FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009).

Essa evidência de Sanvicente (1987) apresentada anteriormente se comprova pelas pesquisas nacionais que indicam a presença do conteúdo informacional, como na pesquisa realizada por Castro Junior e Yoshinaga (2012), onde se confirma o conteúdo informacional dos dividendos nas organizações que adotaram um nível diferenciado de governança, quanto pela ausência do conteúdo informacional, a exemplo da pesquisa de Santos *et al.* (2008).

Tendo em vista o fato que as mudanças na política de dividendos podem fornecer conteúdo informacional, este trabalho pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: **Como se dá o conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Hering S/A em relação ao desempenho futuro?** Neste sentido, este estudo se presta a investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro.

As pesquisas sobre a Teoria da sinalização são preponderantemente realizadas no contexto internacional, como exemplo o estudo de Yilmaz e Selcuk (2010), que constatou a evidência de que um aumento dos dividendos conduz a uma reação positiva e uma diminuição conduz a uma reação negativa no preço das ações, concernente a data de anúncio dos dividendos, já o estudo de Vieira (2011) refuta esta hipótese.

Sendo um tema pouco explorado no país o qual possui uma forma de distribuição de dividendos diferente de muitos mercados, pois a legislação brasileira estabelece o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, não permitindo que essa decisão flua livremente por meio de decisões da administração da empresa e de seus acionistas (ASSAF NETO, 2003; ASSAF NETO; LIMA, 2009). Neste caso, é de suma importância o desenvolvimento de trabalhos voltados para o mercado de capitais brasileiros, no tocante a distribuição de dividendos, como em Corso, Kassai e Lima (2012).

Vale salientar que a relevância deste estudo se aplica ao fato de que no Brasil a distribuição de dividendos é obrigatória, divergindo de outros países e, portanto, essa observação pode provocar um comportamento diferenciado em relação a outros países quanto ao seu poder informativo, sendo ressaltado em pesquisas, como a desenvolvida por Pietro Pietro Neto, Decourt e Galli (2011).

2. RELEVÂNCIA E IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Para Ross, Westerfield e Jordan (2008), os dividendos são um assunto de suma importância para as finanças corporativas, pois representam um grande desembolso de caixa para as empresas. Envolve a decisão das empresas por reter lucros ou distribuí-los como dividendos, impactando sobremaneira nos disponíveis para fins de aplicação e no grau de endividamento da empresa, visto que se houver a necessidade de recursos para investimento e não dispor de recursos internos (acumulados), a organização fará uso de recursos de terceiros.

Entre as teorias que procuram explicar a política de dividendos, destaca-se a Relevância dos dividendos (LINTNER, 1962; GORDON, 1963), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria Residual dos Dividendos (GITMAN, 2001; LUMBY, 1991), a Teoria de Preferência Tributária (ELTON; GRUBBER, 1970; FARRAR; SELWYN, 1967) e a Teoria da Sinalização (WATTS, 1973).

A ideia de que a política de financiamento e sua íntima relação com a distribuição de dividendos influenciavam o valor das ações era muito popular até o início de 1960. O argumento estava de acordo com a teoria desenvolvida por Gordon e Lintner, e baseava-se na convicção de que mais vale um dividendo na mão do que um ganho de capital incerto e,

portanto, sob esta ótica, os investidores tendem a valorizar mais as ações das entidades que distribuem seus resultados (GITMAN, 2001), dado que em um mundo de incertezas, os investidores preferirão receber dividendos o quanto antes.

O trabalho de Miller e Modigliani (1961) contradiz o pensamento vigente à época através da Teoria da Irrelevância dos Dividendos, porque demonstraram que o valor de uma empresa é independente da sua política de dividendos, ou seja, em hipótese de mercados perfeitos sem impostos, sem custos de transação, os dividendos são irrelevantes, não sendo capazes de alterar o valor de mercado da empresa, porque os investidores desejam ser remunerados pelo seu investimento, indiferentemente da sua origem. A dureza e rigidez conceitual desta teoria residem, justamente, na hipótese de mercado perfeito.

Conforme Bueno (2000), as hipóteses básicas da teoria de Miller e Modigliani são: a) o mercado é perfeito, isto é, nenhum agente é capaz de afetar a cotação com compras ou vendas; b) não existem impostos ou corretagem; c) o comportamento dos agentes é racional e homogêneo (idênticos); d) os investimentos são definidos de antemão e não se alteram por mudanças na política de dividendos.

Como se observa, para a teoria de Miller e Modigliani existem severas restrições empíricas, dentre as quais, destaca-se a última, que se refere a decisões de investimentos. Parece não fazer sentido encarar decisões de financiamento, ou investimentos – pois são lados de mesmo conceito – desconsiderando fatos ocorridos na conjuntura econômica e social vigente, ou seja, a definição de investimentos de antemão. Com o relaxamento das hipóteses do modelo de Miller e Modigliani, o conteúdo informacional dos dividendos passa a ser, por assim dizer, empírico e não conceitual, devendo analisar a conjuntura de cada mercado decapitais com suas características próprias, como, por exemplo, a assimetria informacional, característica presente no mercado de ações brasileiro (BELO; BRASIL, 2006).

3. TEORIA DA SINALIZAÇÃO (CONTEÚDO INFORMACIONAL)

A Teoria da sinalização foi inicialmente estudada a partir de 1970 e, entre os primeiros e mais importantes estudos, destacam-se, como apontam Pietro Neto *et al.* (2010) e Vieira, Pinho e Leite (2013): Pettit em 1972, Ross em 1977, Bhattacharya em 1979, Asquith e Mullins em 1983, Miller e Rock em 1985 e John e Williams em 1985.

Tanto para Watts (1973) quanto para Assaf Neto e Lima (2009), o termo “conteúdo informacional dos dividendos” refere-se à hipótese de que os dividendos divulgam informações importantes sobre as perspectivas futuras de lucros da empresa, permitindo que os investidores façam previsões mais acuradas sobre lucros futuros.

Lintner confirmou que entre os executivos, o comportamento frequente era a alteração na política de dividendo por ação se houvesse informações internas da empresa, que fornecessem novas perspectivas referentes à variação do lucro (SANVINCENTE, 1987).

Segundo Vieira, Pinho e Leite (2013), de acordo com a teoria da sinalização ou hipótese do conteúdo informativo dos dividendos, espera-se que o anúncio de alteração dos dividendos esteja positivamente relacionado com a reação do preço das ações e com os resultados futuros das empresas. Santos *et al.* (2008) afirmam que a distribuição de dividendos responde as suas variações de tal forma que, quando aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, porque aumenta a confiança na empresa; do mesmo modo, uma diminuição é recebida como uma má notícia acerca das expectativas futuras.

Corroborando com o fato de que anúncios sobre as mudanças nas políticas de dividendos podem transmitir ao mercado informações positivas ou negativas, Bruni e Famá (2012) definem que os dividendos, como um sinal positivo, indicam que empresas com bons projetos precisam tomar medidas que não possam ser facilmente imitadas pelas empresas sem bons projetos. Aumentar dividendos pode ser visto como uma ação desta natureza. Ao

aumentar os dividendos, elas estariam criando um custo para si mesmas, aumentando necessidades de fluxo de caixa ao longo prazo.

O fato de que estão dispostas a assumir este compromisso indica aos investidores que elas acreditam que têm a capacidade de gerar estes fluxos de caixa para fazer frente aos pagamentos decorrentes da decisão. O mercado assimila este sinal de forma positiva, levando a uma reavaliação dos valores da empresa e a um aumento no preço das ações.

Porém, como sinal negativo tem-se que a redução de dividendos indica pessimismo na geração de caixa futuro e, como consequência, financiamento a partir do lucro retiro (não exigível) ou, também, como afirmam Bruni e Famá (2012), um aumento nos dividendos pode enviar um sinal negativo para os mercados financeiros.

Considerando uma empresa que nunca pagou dividendos no passado, mas que registrou um crescimento extraordinário e alto retorno sobre seus projetos, quando a mesma começa a pagar ou aumentar substancialmente os dividendos, seus acionistas podem considerar isto como um indicativo de que os projetos da empresa não são tão lucrativos como costumavam ser. Neste caso a reavaliação dos preços das ações ocorrerá de forma negativa.

A pesquisa de Loss (2004) aponta que entre 15 trabalhos por ela selecionados, 11 atestam a hipótese de sinalização e 4 não encontram tal evidência, indicando que a hipótese de sinalização não é tida como certa e constante, mas sim, a depender do mercado, pode ter contornos distintos. A Figura 1 apresenta o resumo da pesquisa de Loss (2004) e evidências mais recentes no que se refere à pesquisas internacionais que tratam do tema hipótese de sinalização.

Título do Artigo / Autor(ES)	Data de Publicação	Aceita (A) ou Rejeita (R) a Hipótese de Sinalização
Quartely dividend and earning annoucements and stockholders´returns: an empirical analysis (Aharony e Swany)	1980	A
Taxes and firms´dividend policies: survey results (Abrutyn e Turner)	1990	R
Do chances in dividends signal the future or the past? (Bernatzi, Miehaely e Thaler)	1997	R
Do firms use dividends to signal large future cash flow increases (Brook et al)	1998	A
How corporate managers view dividend policy (Baker e Powell)	1999	A
The determinants of dividends policy: Canadian evidence (Zeng T.)	2001	A
Are dividend changes a sign of firm maturity? (Grullon, G., et al)	2002*	R
The dividend policy of the Portuguese corporations: Evidence from Euronext Lisbon. (Benzinho, J).	2004*	A
Does dividend policy enhance shareholder value? (Nitta, K).	2006*	A
Complete dividend signal. (Lonkani, R.; Ratchusanti, S).	2007*	A
Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. (Denis, D. J.; Osobov, I)	2008*	R
Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. (Husainey, K.; Aal-Eisa, J.)	2009*	R
Information content of Dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. (Yilmaz, A.; Selcuk, E).	2010*	A
What do dividends tell us about earnings quality? (Skinner, D.; Soltes, E)	2011*	A
Dividend policy: Signaling or maturity hypothesis? (Vieira, E. S.).	2012*	R

Figura 1. Panorama das pesquisas internacionais acerca da hipótese de sinalização.

Nota. Fonte: Adaptado a partir de LOSS, L. **O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos.** 142f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória (BA), 2004, p. 38.

* Estudos adicionados à tabulação feita por Loss (2004).

Como se observa pela Figura 1, a temática “conteúdo informacional” ou “hipótese de sinalização” não se apresenta datada, ou mesmo encerrada. Antes de tudo é aberta a novas abordagens metodológicas e delineamentos teóricos, uma vez que os resultados não se apresentam homogêneos. É assentando-se nesta inquietação que este estudo se lança.

4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção discutem-se os delineamentos metodológicos para a realização da pesquisa, bem como sua classificação.

A pesquisa é de natureza descritiva-explicativa, conforme Gil (2002), pois se presta a descrever o comportamento de uma variável ou fenômeno, apresentando como objetivo **investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro.** Nota-se pelo objetivo proposto que a pesquisa se direcionou a apenas 1 (uma) organização, tornando necessário definir o porque do foco em uma única organização, como sugerem Flyvbjerg (2011) e Creswell (2010). O delineamento se deu por dois critérios:

1º. Definição se o estudo abordaria o mercado de capitais, setores ou empresas individuais: Para esta decisão recorreu-se às sugestões de Xavier Filho, Chagas e Santos (2010) para estudos por setores econômicos individualizados, dado que os setores vivenciam a mesma conjuntura econômica e, portanto, estariam diante de demandas semelhantes no que tange à questões econômicas, sociais, políticas e tecnológicas. Deste modo, esta pesquisa se inclina a analisar 1 (um) setor econômico;

2º. Escolha do setor econômico com forte impacto das variáveis econômicas: Tomando por base que o conteúdo informacional da política de financiamento (dividendos) se dá em meio às expectativas futuras de desempenho, a escolha do setor econômico para ser estudado se baseou nos setores classificados na BM&FBOVESPA, em especial os constantes do **mercado cíclico de consumo.** Admitiu-se como mercado interessante para estudo o de **vestuário**, pois é sensível à conjuntura econômica como crédito, emprego e renda.

Após a delimitação temática e escolha do setor, coletou-se na MB&FBOVESPA as empresas listadas, obtendo a indicação de que apenas uma empresa está presente neste setor, a Cia Hering S/A. Dada as decisões teóricas de analisar um setor econômico, considerou-se a análise da política de financiamento (dividendos) da Cia Hering S/A como objeto desta pesquisa, sendo esta a decisão de escopo nesta investigação.

É válido informar que não se entendeu este escopo como limitação, mas tão somente como limite do estudo. O recorte definido por pesquisas anteriores (XAVIER FILHO; CHAGAS; SANTOS, 2010) em estudar setores econômicos diz respeito a entender que a decisão empregada pela gestão não é descolada de seu contexto, sendo esta a razão do direcionamento para a análise do setor. Na oportunidade deste estudo, o direcionamento acabou por ser em uma organização e revelará o posicionamento da gestão em relação à política de dividendos e à expectativa de desempenho futuro, que acolhe as indicações de Santos *et al.* (2008) quando definem que o estudo das finanças se insere no campo das ciências sociais.

Neste sentido, a empresa Cia Hering S/A disponibiliza em seu site oficial, por meio da Relação com Investidores – RI as DFPs (Demonstrações Financeiras Padronizadas), relativas

ao período de 2007 até 2012. Porém, em atendimento à lei 11.638/2007, que estabeleceu a obrigatoriedade da Demonstração do Valor Adicionado (DVA) para as companhias abertas, nesta pesquisa foi considerado que a informação da variável explicativa (Remuneração dos sócios) seria obtida na DVA, no campo Remuneração de Capital de Próprios, e, portanto, dada à obrigatoriedade e disponibilidade da DVA, considerou-se as DFPs a partir de 2008.

Como a competência de 2007 consta nas DFPs de 2008, o período compreendido por esta pesquisa foi de 2007 até 2012. Pesquisas anteriores apontam a relação entre política de financiamento (dividendos) e desempenho futuro, sugerindo uma relação de causalidade, dando indícios que a técnica estatística para estes estudos é a regressão simples univariada. Esse desenho dá à pesquisa uma abordagem quantitativa, pois trata de analisar o comportamento de variáveis numéricas ao longo do tempo.

Conforme Gujarati (2000) e Larson e Farber (2010), a regressão é uma técnica estatística inferencial que prescinde, para sua aplicação, que as observações atendam à distribuição normal. Como a regressão foi do tipo simples e univariada, procedeu-se ao teste do digrama de resíduos para identificar se a reta de regressão é uma boa preditora das variáveis dependentes, diagrama esse apresentado oportunamente quando da análise dos dados. Reconhece-se que o número de observações é pequeno para a estatística inferencial, mas acredita-se que o desenho teórico da pesquisa, bem como o diagrama de dispersão, permite analisar não a presença estatística do conteúdo informacional, mas indícios de sua presença.

Define-se, pois, as variáveis inseridas no modelo que são apresentadas na Figura 2. Com base nas informações apresentadas na Figura 2, a regressão é do tipo simples e univariada, contendo uma variável explicativa, tendo ainda 4 modelos de regressão, um para cada variável dependente. Ressalta-se que os dados para as regressões foram obtidos a partir dos relatórios da BM&FBOVESPA, utilizando os dados consolidados.

Variável Dependente – Explicada –	Variáveis Independentes – Explicativas –
Δ Receita Bruta (2012-2011)	Δ Remuneração para os Sócios (2011-2010)
Δ Lucro Líquido (2012-2011)	
Δ Retorno sobre Investimento (2012-2011)	
Δ Retorno sobre Capital Próprio (2012-2011)	

Figura 2. Variáveis do modelo

A Tabela 1 apresenta os dados brutos de todas as variáveis, sua fonte e o período das observações.

Tabela 1
Valores brutos das variáveis

Variável	DFP consultada	Observações (n=5) (em milhares de reais)					
		2012	2011	2010	2009	2008	2007
Receita Bruta	DVA	1.791.414	1.642.284	1.233.609	869.254	622.065	440.063
Lucro Líquido	DRE	311.014	297.274	212.013	114.554	37.722	18.693
Retorno sobre Investimento	DRE e BP	26,31%	26,83%	23,39%	17,50%	5,45%	2,72%
Retorno sobre Capital Próprio	DRE e BP	39,67%	41,82%	40,39%	36,20%	15,54%	6,80%
Remuneração dos sócios	DVA	530.983	437.824	275.532	134.246	48.300	18.693

Observa-se que a notação feita na Tabela 1 foi de que tanto as variáveis explicadas quanto as explicativas foram consideradas em sua variação com o período imediatamente anterior, por isso a indicação (2012-2011) para as explicadas e (2011-2010) para as explicativas, conforme preconiza a teoria da sinalização.

A ideia subjacente é verificar se o aumento ou redução (sinal) da remuneração dos sócios feita em 2011, por exemplo, tem impacto no desempenho futuro, ou seja, em 2012, por isso a entrada no modelo via variação.

No entanto, este procedimento retira mais 1 observação do modelo, culminando em 4 variações, como apresentado Figura 2:

Variável Dependente - Explicada - Período considerado	Variáveis independentes - Explicativas - Período considerado
2012-2011	2011-2010
2011-2010	2010-2009
2010-2009	2009-2008
2009-2008	2008-2007

Figura 2. Período das Variáveis.

A operacionalização das variáveis se deu como apresentado na Figura 3:

Variável	Sigla utilizada	Classificação	Operacionalização	Amplitude temporal de análise
Δ Receita Bruta	RB	Dependente (Proxy para desempenho futuro)	$\Delta RB_t = \frac{RB_t}{RB_{t-1}}$	Para todas as variáveis: Δ entre 2012-2011 Δ entre 2011-2010 Δ entre 2010-2009 Δ entre 2009-2008 Δ entre 2008-2007 4 pares de observação (n=4)
Δ Lucro Líquido	LL	Dependente (Proxy para desempenho futuro)	$\Delta LL_t = \frac{LL_t}{LL_{t-1}}$	
Δ Return on Investment	ROI	Dependente (Proxy para desempenho futuro)	$ROI_t = \frac{LL_t}{\frac{Ativo_t + Ativo_{t-1}}{2}}$ $\Delta ROI_t = \frac{ROI_t}{ROI_{t-1}}$	
Δ Retorno sobre o Capital Próprio	RCP	Dependente (Proxy para desempenho futuro)	$RCP_t = \frac{LL_t}{PL_t}$ $\Delta RCP_t = \frac{RCP_t}{RCP_{t-1}}$	
Δ Remuneração para os Sócios	RS	Independente	$RS_t = \text{Dividendos Pagos}_t (DIV) + \text{Juros Sobre capital Próprio}_t (JCP)$ $\Delta RS_t = \frac{RS_t}{RS_{t-1}}$	

Figura 3: Operacionalização das variáveis.

Os dados tratados conforme Tabela 4 resultaram nas variáveis para a entrada do modelo, como apresentado na Tabela 5:

Tabela 2

Varição das variáveis consideradas

Período considerado para cálculo da variação	Variáveis Explicadas				Variável Explicativa
	LL	ROI	RCP	RB	RS
2012-2011	4,62%	-7,98%	-5,14%	10,20%	52,63%
2011-2010	40,21%	10,07%	4,20%	33,52%	108,14%
2010-2009	54,16%	33,27%	7,81%	40,58%	95,52%
2009-2008	264,59%	268,18%	139,59%	14,59%	173,24%
2008-2007	101,80%	71,55%	128,40%	42,14%	217,92%

Para rodar as regressões utilizou-se o *software* SPSS® versão 20.0, tendo como dados de entrada a Tabela 6:

Tabela 3

Dados de entrada do SPSS.

Variação considerada	Variáveis Explicadas				Variável explicativa	
	LL	ROI	RCP	RB	Variação considerada	RS
2012-2011	4,62%	-7,98%	-5,14%	10,20%	2011-2010	108,14%
2011-2010	40,21%	10,07%	4,20%	33,52%	2010-2009	95,52%
2010-2009	54,16%	33,27%	7,81%	40,58%	2009-2008	173,24%
2009-2008	264,59%	268,18%	139,59%	14,59%	2008-2007	217,92%

4.1. HIPÓTESES DA PESQUISA

Com a literatura apresentada, propõem-se verificar se a variação nos dividendos sinaliza algo acerca do desempenho futuro. Portanto, as hipóteses desta pesquisa são:

H₀: Existe evidência de conteúdo informacional da política de dividendos da Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro.

H₁: Não existe evidência de conteúdo informacional da política de dividendos da Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro.

5. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Começa-se por verificar o efeito referente à mudança na política dos dividendos sobre o lucro líquido na possível identificação do conteúdo informacional, recorrendo à regressão, cujos resultados estão apresentados nas Tabelas 4 e 5.

A Tabela 4 apresenta o modelo com a *proxy* Lucro Líquido, indicando um R=0,855, o que mostra uma correlação substancial da variável independente com a variável dependente. O resultado obtido para o R² (R²=0,732) demonstra que o modelo tem poder de explicação de 73,20%, ou seja, da variação total do lucro líquido, a variável independente explica mais de 70% do seu total.

Tabela 4

Aplicação do modelo de regressão (LL)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,855 ^a	,732	,598	,74637780

O modelo de regressão indica, conforme a Tabela 5, que em média a cada unidade de aumento do RS o Lucro Líquido sofre um aumento de 1,755. O sinal se mostra positivo concernente a variável independente.

Foi percebido, como evidenciado na Tabela 5, que a variável explicativa apresenta um Sig. $\alpha > 0,10$, considerado alto para fins de pesquisa social, sendo influenciado pelas limitações referentes ao número de observações, porém, apresenta um valor de 0,145 e mesmo assim outras evidências viabilizam a pesquisa, como os sinais dos Betas (β), o R e o R^2 , admitindo o entendimento de Loureiro e Gameiro (2011) para a interpretação dos indicadores estatísticos, acatando suas sugestões de uma análise crítica com base na teoria que está sendo considerada e da prática para o campo de saber, não findando apenas nos indicadores estatísticos.

Tabela 5
Aplicação do modelo de regressão (LL)

Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-1,701	1,178		-1,444	,286
RS	1,755	,751	,855	2,336	,145

Quando as organizações aumentam o RS elas estão se endividando mais e diminuindo o lucro retido. Isso sinaliza que as expectativas da empresa são otimistas, referente ao seu futuro, sendo confirmado por Bruni e Famá (2012), quando definem que os dividendos como um sinal positivo indicam que as empresas ao aumentar os dividendos estariam aumentando seus custos e que conseqüentemente necessitam de fluxo de caixa maior ao longo prazo. Isso mostra que elas estão dispostas a assumir este compromisso porque indicam aos investidores que elas acreditam que têm a capacidade de gerar estes fluxos de caixa. O fato também acontece se a empresa decidir diminuir o RS, pois estão se endividando menos e aumentando o lucro retido, indicando pessimismo na geração de caixa futuro.

Apresenta-se na figura 4 o diagrama de dispersão dos resíduos do modelo de regressão para o lucro líquido como *proxy* para desempenho futuro, indicando que a variável independente é uma boa preditora. Nota-se que o R^2 é baixo ($R^2=0,2683$), além disso, oscilam sobre a origem dos eixos x e y, indicando que os resíduos não sugerem a presença de outra variável com elevado peso explicativo (LARSON; FARBER, 2010).

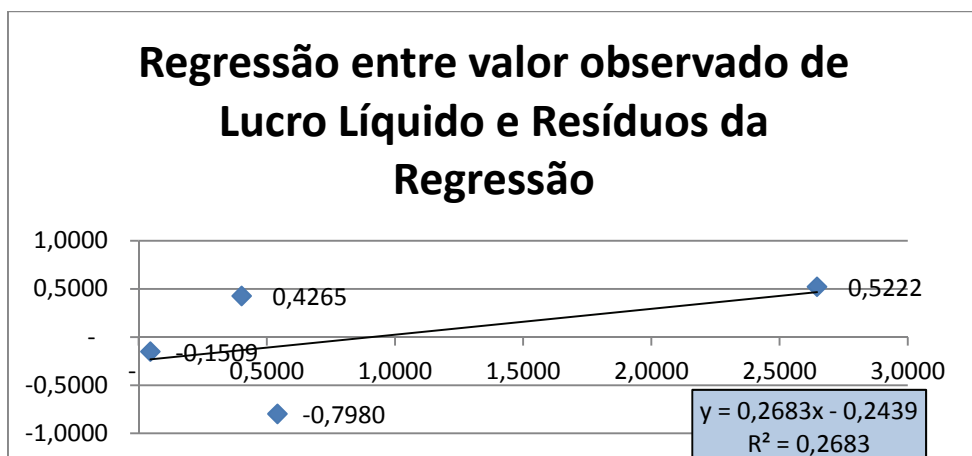


Figura 4. Diagrama de dispersão entre Observação da Dependente e resíduo a partir do valor predito pela equação da regressão LL versus RS.

Conforme evidenciado, embora com limitações da técnica estatística utilizada pelo número de observações, existem evidências de conteúdo informacional dos dividendos

(política de financiamento) em relação do desempenho futuro medido por meio do lucro líquido.

Nas Tabelas 6 e 7 apresentam-se o resumo do modelo para a variável dependente Receita Bruta (RB), com $R=0,76$, mostrando uma correlação substancial entre as variáveis. Porém, o resultado obtido para o R^2 ($R^2 = 0,006$) demonstra que o modelo não tem poder de explicação, portanto, a variável independente não pode explicar o desempenho futuro, ou seja, a receita bruta.

Tabela 6

Aplicação do modelo de regressão (RB)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,076 ^a	,006	-,491	,17869132

Além do baixo R^2 , o sinal também não evidencia nenhuma informação que corrobore a teoria da sinalização, pois indica que quando se aumenta a RS, a Receita Bruta (RB) reduz quando o valor da constante for superado, dado o sinal contrário do beta (β) e a variável dependente, não confirmando, portanto, a hipótese de conteúdo informacional em relação ao desempenho futuro, medido por meio da receita bruta.

Tabela 7

Aplicação do modelo de regressão (RB)

Model	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
(Constant)	,276	,282		,979	,431
RS	-,019	,180	-,076	-,108	,924

A variável ROI foi usada como dependente, pois conforme Freeman, Ohlson e Penman (1982) esta representa a razão entre o lucro e o valor contábil do patrimônio líquido. O resultado obtido para o R^2 ($R^2 = 0,742$), conforme a Tabela 8, demonstra que o modelo tem poder de explicação de 74,2%, ou seja, da variação total do ROI, a variável independente explica quase que 75% do seu total, sendo, portanto, um valor expressivo, apresentando também $R=0,862$, o que mostra uma correlação substancial das variáveis independentes com a variável dependente.

Tabela 8

Aplicação do modelo de regressão (ROI)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,862 ^a	,742	,613	,80396193

O modelo de regressão indica, conforme a Tabela 9, que em média a cada unidade de aumento do RS o ROI sofre um aumento de 1,942. O sinal se mostra positivo concernente a variável independente. Assim, embora com as limitações de método já apresentadas, há indícios para acatar a hipótese de sinalização na política de dividendos para a variável dependente ROI, *proxy* para desempenho futuro.

Na Tabela 9 apresenta-se a variável explicativa RS com um Sig. $\alpha > 0,10$ ($\alpha = 0,138$), apresentando um valor ainda interessante devido às limitações referentes ao número de observações e mesmo assim outros valores tornam a pesquisa relevante, como o sinal do Beta (β), R e o R^2 . É importante reconhecer que o campo de decisões de financiamento se dá no âmbito das ciências sociais (SANTOS et al., 2008) e que, nestes casos, uma significância de 0,138 pode ser considerada, ademais a construção teórica suporta esta evidência.

Tabela 9

Aplicação do modelo de regressão (ROI)

Model	B	Std. Error	Beta	T	Sig.
(Constant)	-2,130	1,269		-1,678	,235
RS	1,942	,809	,862	2,400	,138

Confirmando o modelo de regressão para o Retorno sobre Investimento (ROI), como realizado para o Lucro Líquido, apresenta-se o diagrama de dispersão dos resíduos, indicando que a variável independente é uma boa preditora, conforme a figura 5. Nota-se que o R^2 é baixo ($R^2=0,2577$), indicando que os resíduos não sugerem a presença de outra variável por elevado peso explicativo (LARSON; FARBER, 2010).

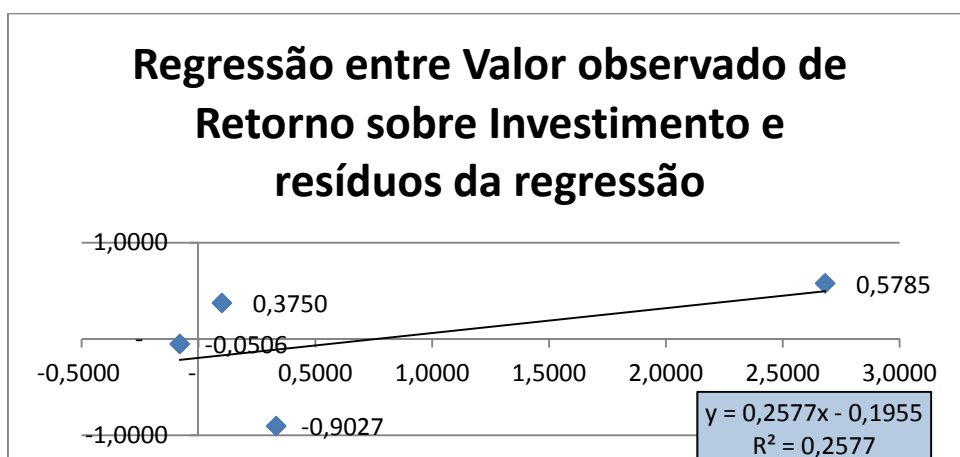


Figura 5. Diagrama de dispersão entre Observação da Dependente e resíduo a partir do valor predito pela equação da regressão ROI versus RS.

A Tabela 10 traz o resumo do modelo para a variável RCP, que apresenta um $R=0,830$, o que mostra uma correlação substancial das variáveis independentes com a variável dependente. O resultado obtido para o R^2 ($R^2=0,690$) demonstra que o modelo apresenta um considerável poder de explicação, pois a variável independente explica a variável em questão, o RCP, em 69,0% de sua variação total, apresentando um $\alpha > 0,10$ ($\alpha=0,170$), conforme Tabela 11, um valor ainda interessante devido às limitações referentes ao número de observações, como já mencionado.

Tabela 10

Aplicação do modelo de regressão (RCP)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,830 ^a	,690	,534	,46998124

O modelo de regressão para a variável RCP indica, conforme a Tabela 11, que em média, a cada unidade de aumento do RS o RCP sofre um aumento de 0,997. O sinal se mostra positivo concernente a variável independente. Assim, embora com as limitações de método já apresentadas, há indícios para aceitar a hipótese de sinalização na política de dividendos para a variável dependente RCP, *proxy* para desempenho futuro.

Tabela 11

Aplicação do modelo de regressão (RCP)

Model	B	Std. Error	Beta	t	Sig.
(Constant)	-1,117	,742		-1,505	,271
RS	,997	,473	,830	2,108	,170

Dando credibilidade ao modelo de regressão entre RCP e RS apresenta-se, na figura 6, o diagrama de dispersão dos resíduos, onde se constata que a equação da regressão é uma boa preditora do comportamento dado o baixo R^2 ($R^2=0,3105$) da dependente e dos resíduos, porém, dada ao limitado número de observações, este resultado deve ser entendido com prudência, ou seja, há indícios de conteúdo informacional e não definitivamente sua presença.

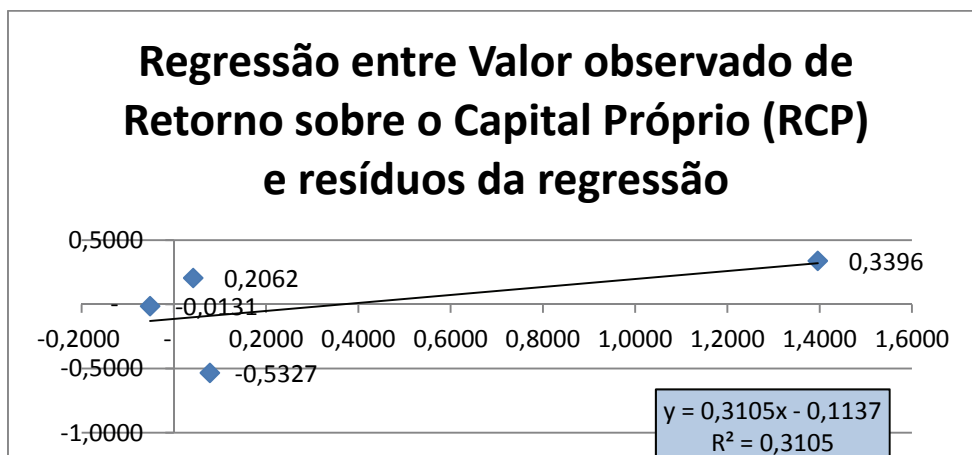


Figura 6. Diagrama de dispersão entre Observação da Dependente e resíduo a partir do valor predito pela equação da regressão ROI versus RS.

Por fim os resultados demonstraram que 3 das variáveis confirmaram a hipótese H_0 . Mesmo com limitações no método, puderam-se observar indícios de conteúdo informacional na política de dividendos no período analisado para a Cia Hering S/A. A Figura 7 apresenta os resultados referentes a cada variável, aos elementos do modelo e a condição do teste de hipótese.

Variável Dependente (Proxy para Desempenho Futuro)	Variável Independente	R^2	Significância α	Sinais β	Resultado Teste de Hipótese
Lucro Líquido	RS	0,732	,145	+	Hipótese aceita
Retorno sobre Investimento	RS	0,742	,138	+	Hipótese aceita
Receita Bruta	RS	0,06	,924	-	Hipótese rejeitada
Retorno sobre Capital Próprio	RS	0,690	,170	+	Hipótese aceita

Figura 7. Resumo dos Resultados.

Portanto, através do R^2 , dos sinais e da correlação foi possível identificar que três das variáveis definidas como *proxy* para desempenho (LL, RCP, ROI) apresentaram indícios da teoria da sinalização – Conteúdo Informacional – e que apenas uma delas (RB) não confirma tal teoria.

É importante destacar que as três variáveis que apontaram indícios de conteúdo informacional utilizam, em seu cálculo, o Lucro Líquido (LL), constatação de fácil explicação pela presença de forte correlação entre LL e ROI ($r=0,9977$) e entre LL e RCP ($r=0,9951$). Contudo, estes resultados apontam para o objetivo principal deste estudo, que foi analisar se existe conteúdo informacional na política de dividendos, reforçando a ideia subjacente de que há, de fato, indícios para acreditar que da política de dividendos da Cia Hering S/A emana informações sobre as expectativas de desempenho futuro.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro. Para o alcance do objetivo proposto utilizou-se algumas variáveis *proxy* de desempenho que foram determinadas como dependentes, a saber, Lucro Líquido (LL), Retorno sobre o Investimento (ROI), Receita Bruta (RB) e Retorno sobre o Capital Próprio (RCP) e, como variável independente a Remuneração para os Sócios (RS), determinada com o intuito de analisar se há indícios de conteúdo informacional.

Verificou-se que três das quatro variáveis escolhidas como *proxy* para desempenho futuro apresentaram indícios da presença de Conteúdo Informacional na política de dividendos, confirmando a hipótese (H0) sobre a sinalização que as mudanças nos dividendos pode apresentar, porém vale ressaltar as limitações da técnica estatística (regressão) utilizada devido ao pequeno número de observações.

A escolha de um setor da economia tem como base a reflexão a partir de Santos *et al.* (2008), quando indicam que é importante discutir a ideia de estudar não apenas os mercados, mas os segmentos econômicos e as empresas individualmente, visto que esta temática (dividendos) se insere no campo das ciências sociais e, assim, estuda em última análise o homem e seu comportamento, esse alterado por contextos culturais, sociais e econômicos. Por isso, acatando o defendido por Bertero *et al.* (2013, p. 16), precisa-se desenvolver teorias tropicais, indo ao encontro da proposta de “focar o Brasil” na agenda da comunidade de pesquisa em Administração brasileira. Somos idiossincráticos o suficiente para “nos” eleger a objeto de estudo e teorias de investigação “da casa”, mesmo em áreas duras e tradicionais da pesquisa em administração, como finanças corporativas.

Neste sentido, também admitindo que o investidor toma decisões de investimento em organizações e não apenas em setores econômicos, bem como os *stakeholders* tem foco de interesse na organização, este estudo se insere num flanco em que sugere que além das bolsas de valores, os setores e, especificamente, as organizações sejam analisadas no que tange à política de dividendos, evidenciando o comportamento de determinada gestão frente às conjunturas e perspectivas de futuro, acatando tanto as investigações em nível macro (bolsa de valores e setores econômicos) quanto micro (organizações). Essa inclinação pode demonstrar que os gestores que tenham o poder de influenciar nas decisões de dividendos devem ser entendidos como possuindo em suas decisões conteúdo informacional e, nestes casos, tanto o investidor quanto os *stakeholders* devem reconhecer isso como possibilidade.

Assim, sugere-se para futuras pesquisas aprimorar os procedimentos empregados nesse estudo com a obtenção de um número maior de observações através de estudos de amostras de segmentos econômicos ou mesmo empresas em toda sua histórica de negociação com papéis, entendendo o comportamento de empresas específicas e/ou segmentos econômicos no que tange à política de dividendos.

REFERÊNCIAS

- ALLEN, F., MICHAELY, R. **Dividend Policy**. Working paper, 2002. Disponível em: <<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1574010203010112>>. Acesso em 25 dez. 2013.
- AMIHUD, Y.; MURGIA, M. **Dividends, taxes, and signaling**: Evidence from Germany. **Journal of Finance**, v. 52, n. 1, p. 397-408, 1997.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.
- ASSAF NETO, A.; LIMA, G. **Curso de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2009.
- BELO, N. M.; BRASIL, H. G. Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. **Revista de Administração de Empresas**, v. 46, Ed. Especial, p. 48-57, 2006.

- BENZINHO, J. **The dividend policy of the Portuguese corporations**: Evidence from Euronext Lisbon. 2004. Disponível em <<http://papers.srn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=609461>>. Acesso em 10 jan. 2014.
- BERTERO, C. O. *et al.*, T. Produção científica em Administração na década de 2000. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 1, p.12-20, Jan./Fev., 2013.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRUNI, A. L.; FAMÁ, R. **As decisões de investimentos**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BUENO, A. F. B. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. 202f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo (SP): 2000.
- CASTRO JUNIOR, F. H. F.; YOSHINAGA, C. E.. **Varição nos dividendos sinalizam lucratividade futura de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa**. *In*: Encontro Brasileiro de Finanças, XII, 19-21 Jul., São Paulo (SP), 2012.
- CORSO, R. M; KASSAI, J. R; LIMA, G. A. F. S. Distribuição de Dividendos e de Juros Sobre o Capital Próprio Versus Retorno das Ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 2, art. 3, p. 154-169, abr./jun. 2012.
- CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: Métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 2 ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- DENIS, D. J.; OSOBOV, I. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v. 89, p. 62-82, 2008.
- DURAND, D. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment: comment. **American Economic Review**, v. 49, n. 4, p. 639-655, 1959.
- FLYVBJERG, B. Case study. *In*: DENZIN, N. K.; LINCOLN, Y. S. (Eds.). **The Sage handbook of qualitative research**. 4 ed. Thousand Oaks: Sage Publications, 2011, p. 301-317.
- FREEMAN, R. N.; OHLSON, J. A.; PENMAN, S. H. Book rate-of-return and prediction of earnings changes: an empirical investigation. **Journal of Accounting Research**, v. 20, n. 2, p. 639-653, 1982.
- FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: Testes no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62, Jan./Abr., 2009.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**. v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.
- GRULLON, G. *et al.* Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. **The Journal of Business**, v. 78, n. 5, p. 1659-1682, 2005.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- HUSAINY, K.; AAL-EISA, J. Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines. **Managerial Finance**, v. 24, n. 5, p. 445-454, 2009.
- LARSON, R.; FARBER, B. **Estatística aplicada**. 4 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review Economics and Statistics**, v. 44, n. 3, p. 243-269, Aug. 1962.
- LONKANI, R.; RATCHUSANTI, S. **Complete dividend signal**. 2007. Disponível em <http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf>, Acesso em 02 Jun. 2010.

- LOSS, L. **O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos**. 142f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória (BA), 2004
- LOUREIRO, L. M. J.; GAMEIRO, M. G. H. Interpretação crítica dos resultados estatísticos: Para lá da significância estatística. **Revista de Enfermagem Referência**, v. III, n. 3, p. 151-162, 2011.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**. v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MILLER, M.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **Journal of Finance**, n. 40, v. 4, p. 1030-1051, 1985.
- NITTA, K. **Does dividend policy enhance shareholder value?** NLI – Research, 2006. Disponível em: < <http://www.nli-research.co.jp/english/economics/2006/eco060309.pdf>>, acesso em 10 Jan. 2014.
- PIETRO NETO, J.; DECOURT, R. F.; GALLI, O. C. **Proventos - A Teoria as sinalização: Variações de mercado**. **Revista de Administração FACES**, v. II, n. 4, p. 150-168, 2011.
- ROS, S. A.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- SANTANA, L. **Relação entre dividend yield e retorno das ações abordando aspectos determinantes da política de dividendos: Um estudo empírico em empresas com ações negociadas na BOVESPA**. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças. Vitória (BA), 2006.
- SANTOS, J. O. *et al.* **Conteúdo informacional: Uma análise da relação entre lucros e dividendos**. In: Seminário em Administração (SEMEAD), XI, 28-29 Ago, São Paulo (SP), 2008.
- SANVICENTE, A. Z. **Orçamento na Administração de Empresas: planejamento e controle**. São Paulo: Atlas, 1987.
- SKINNER, D.; SOLTES, E. What do dividends tell us about earnings quality? **Review of Accounting Studies**, v. 16, n. 1, p. 1-28, 2011.
- VAN HORNE, J. C.; MCDONALD, J. G. Dividend Policy and New Equity Financing. **The Journal of Finance**, v. 26, Issue 2, p. 507-519, 1971.
- VIEIRA, E. Dividend policy: Signaling or maturity hypothesis? **Journal of Applied Management and Investments**, v. 1, n. 1, p. 22-29, 2012.
- VIEIRA, E. S. Investor sentiment and the market reaction to dividend news: European evidence. **Managerial Finance**, v. 37, n. 12, p. 1213-1245, 2011.
- VIEIRA, E. S.; PINHO, C.; LEITE, S. **Reação do Mercado ao Anúncio de Dividendos: Evidência em países Europeus**. **Estudos do Isca**, v. 4, n. 5, 2013.
- WATTS, R. The information content of dividends. **The Journal of Business**, v. 46, n. 2, p. 191-211, 1973.
- XAVIER FILHO, J. L. J.; CHAGAS, R. S.; SANTOS, S. M. **A relação entre Pagamentos de Dividendos, Lucros Líquido, Receita Bruta, ROI e Liquidez Seca em uma empresa Petroquímica: Uma análise entre os anos 1999 e 2008**. In: Congresso Nacional de Excelência e Gestão, VI, 5-7 Ago., Niterói (RJ), 2010.
- YILMAZ, A.; SELCUK, E. Information content of Dividends: Evidence from Istanbul stock exchange. **International Journal of Economics and Finance**, v. 3, n. 3, p. 126-132, 2010.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Dividend Clientele, New Insights and New Questions: The Brazilian case. **Revista de Administração de Empresas (RAE-Eletrônica)**, v. 8, n. 1, art. 1, Jan./Abr., 2009.