

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO  
CENTRO ACADÊMICO DO AGRESTE  
NÚCLEO DE GESTÃO  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

RAQUEL SOUZA RAMOS

**SINALIZAÇÃO DE DESEMPENHO FUTURO A PARTIR DA  
POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO DE CASO APLICADO  
JUNTO À CIA HERING S/A.**

CARUARU/PE

2014

UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO  
CENTRO ACADÊMICO DO AGRESTE  
NÚCLEO DE GESTÃO  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

RAQUEL SOUZA RAMOS

**SINALIZAÇÃO DE DESEMPENHO FUTURO A PARTIR DA  
POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO DE CASO APLICADO  
JUNTO À CIA HERING S/A.**

Trabalho apresentado à Coordenação do Curso de Graduação em Administração, da Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico do Agreste, como requisito parcial para aprovação na disciplina Trabalho de Conclusão de Curso.

**Orientador:** Prof. Me. Jose Lindenberg Julião Xavier Filho.

CARUARU/PE

2014

Catálogo na fonte:  
Bibliotecário Aécio Oberdam/CRB-4: 1895

R175s Ramos, Raquel Souza.  
Sinalização de desempenho futuro a partir da política de dividendos: um estudo de caso aplicado junto à Cia Hering S/A. / Raquel Souza Ramos - Caruaru: O Autor, 2013. 42f.; il.; 30 cm.

Orientador: José Lindenberg Julião Xavier Filho  
Monografia – Universidade Federal de Pernambuco, Centro Acadêmico do Agreste, Núcleo de Gestão - Curso de Administração, 2013.  
Inclui referências.

1. Conteúdo informacional. 2. Política de Dividendos. 3. Desempenho futuro. I. Xavier Filho, José Lindenberg Julião (Orientador). II. Título.

658 CDD (23. ed.) UFPE (CAA 2013-164)

RAQUEL SOUZA RAMOS

**SINALIZAÇÃO DE DESEMPENHO FUTURO A PARTIR DA  
POLÍTICA DE DIVIDENDOS: UM ESTUDO DE CASO APLICADO  
JUNTO À CIA HERING S/A.**

Este trabalho foi julgado adequado e aprovado para a obtenção do título de graduação em Administração da Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste.

Caruaru, 26 de Fevereiro de 2014.

---

Prof. Dr. Cláudio José Montenegro de Albuquerque.

Coordenador do Curso de Administração.

**BANCA EXAMINADORA:**

---

Prof. Me. Jose Lindenberg Julião Xavier Filho.

Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste.

**Orientador**

---

Prof. Me. Adriana Fernandes de Vasconcelos.

Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste.

**Avaliador (a)**

---

Prof. Me. Lavoisiene Rodrigues de Lima.

Universidade Federal de Pernambuco - Centro Acadêmico do Agreste.

**Avaliador (a)**

## **AGRADECIMENTOS**

Queria primeiramente louvar a Deus por tudo o que Ele tem me concedido e pela oportunidade de realizar mais um objetivo.

Na elaboração desta monografia algumas pessoas me ajudaram de forma direta e indireta e aqui fica um singelo gesto de gratidão pela colaboração e apoio na conclusão deste trabalho.

Queria agradecer a grande mulher que tenho a oportunidade de conviver, Maria Regina de Souza Ramos, minha mãe e, também ao meu pai José Adelmo pela sua torcida. E a minha família que sem dúvida é um presente de Deus, pois a todo o momento me trazem palavras de incentivo.

Tudo o que aqui foi feito não seria possível sem o auxílio do meu orientador Me. Jose Lindenberg, sua ajuda e disponibilidade foram cruciais no desenvolvimento do trabalho, todas as suas sugestões foram de grande valia e enriqueceram esse projeto.

Fica registrada também o meu reconhecimento aos meus irmãos Rafael Ramos e Mateus Ramos pelo apoio e a minha irmã Rafaella Sales pela cumplicidade, incentivos e, por andarmos juntas no alcance dos nossos objetivos.

Queria agradecer também a todos os meus professores, pois tive o prazer de tê-los como meus mestres, mas queria agradecer em especial a alguns que fizeram mais que a diferença na minha trajetória acadêmica, Adriana Fernandes de Vasconcelos, Ana Márcia Almeida, Marconi Freitas da Costa, Silvana Medeiros, Alane Alves e Jaqueline Guimarães.

## RESUMO

Este estudo tem como objetivo investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro. Tem-se como referencial teórico nesse estudo a Relevância e a Irrelevância da Política de Dividendos e a Teoria da Sinalização. Este estudo classifica-se como descritivo-explicativo, onde dados para análise foram coletados a partir da BM&FBovespa, sendo o período compreendido indo desde 2007 até 2012. A amostra é representada pelo setor econômico de vestuário, ou seja, **Cia Hering S/A**. Para a obtenção dos resultados foi utilizado o Software SPSS 20.0, sendo utilizada a técnica de regressão simples univariada para relacionamento entre variáveis, sendo quatro proxys para desempenho futuro (dependentes) e a remuneração dos sócios como 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 acerca do desempenho futuro, porém vale ressaltar as limitações da técnica estatística (regressão) utilizada devido ao pequeno número de observações. Este achado sugere que a sinalização do mercado por meio da política de dividendos pode apresentar diferenças substantivas que justificam o estudo do conteúdo informacional de empresas e setores, não apenas de mercados.

**Palavras-Chave:** Conteúdo Informacional; Política de Dividendos; Desempenho Futuro.

## **ABSTRACT**

This study aims to investigate the presence of informational content in the company Cia Hering S/A with respect to the future performance of dividend policy. Has as its theoretical framework in this study the Relevance and Irrelevance of Dividend Policy and the Theory of Signs. This study is classified as descriptive, explanatory, where data for analysis were collected from the BM&FBovespa , with the period going from 2007 to 2012. The sample is represented by economic sector of clothing, namely, Cia Hering S/A. To obtain these results we used the SPSS 20.0 software, the technique of simple univariate regression relationships between variables being used, four proxies for future performance (dependent) and the remuneration of members as independent. The results indicated that three of the four variables chosen as a proxy for future performance showed evidence of the presence of Informational Content in dividend policy on the future performance, but it is worth mentioning the limitations of statistical (regression) technique due to the small number of observations. This finding suggests that signaling through the market dividend policy may have substantive differences that justify the study of the information content of firms and sectors, not just markets.

**Keywords:** Informational Content; Dividend Policy; Future Performance.

# SUMÁRIO

<u>1</u>	<u>INTRODUÇÃO</u>	8
1.1	<u>OBJETIVO</u>	10
1.1.1	<u>Geral</u>	10
1.1.2	<u>Específico</u>	10
1.2	<u>JUSTIFICATIVA</u>	10
<u>2</u>	<u>REFERENCIAL TEÓRICO</u>	12
2.1	<u>Relevância e Irrelevância dos dividendos</u>	12
2.2	<u>Trabalhos empíricos acerca do conteúdo informacional dos dividendos</u>	13
2.3	<u>Teoria da Sinalização (Conteúdo Informacional)</u>	15
<u>3</u>	<u>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</u>	18
3.1	<u>Hipóteses de pesquisa</u>	22
<u>4</u>	<u>ANÁLISE DOS RESULTADOS</u>	23
<u>5</u>	<u>CONSIDERAÇÕES FINAIS</u>	31
	<u>REFERÊNCIAS</u>	32
	<u>APÊNDICE</u>	37

## 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, pois não são 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 argumenta 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 Brigham e Gordon (1968) 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 informativo 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 declara que (2006, p. 27):

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.

Sanvicente (1987) salienta que no Brasil é de se esperar que o conteúdo informacional seja maior do que em outros países de mercados de ações por serem mais desenvolvidos e oferecerem uma 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.

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 pode 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?**

## **1.1 OBJETIVO**

### **1.1.1 Geral**

Investigar a presença de conteúdo informacional na política de dividendos da empresa Cia Hering S/A em relação ao desempenho futuro

### **1.1.2 Específico**

- a) Verificar a magnitude da relação entre a política de dividendos (remuneração dos sócios) e o desempenho futuro;
- b) Verificar se o sinal das mudanças de dividendos é reconhecido pelo mercado como conteúdo informacional acerca da persistência ou da não persistência das mudanças precedentes de lucros.

## **1.2 JUSTIFICATIVA**

O debate acadêmico concernente à política dos dividendos surge em torno do impacto dos dividendos sobre o valor de mercado da empresa. Apesar de uma vasta literatura sobre o assunto, ainda não se alcançou um consenso acerca desta relação (BREALEY; MYERS, 2003). Para Assaf Neto (2003) no Brasil os pontos referentes à política de dividendos são desconsiderados pelas empresas, sendo pouco usada pelos investidores em geral, oferecendo à comunidade acadêmica, ainda, poucos trabalhos conclusivos sobre a mesma.

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 atuante no Brasil 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), é de suma importância o desenvolvimento de trabalhos voltados para o mercado de capitais brasileiros, no tocante a distribuição de dividendos, como em Corso et al (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 Neto et al (2010).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste estudo são discutidos, como embasamento teórico, a relevância e irrelevância da política de dividendos em relação a resultados futuros e, também, a teoria da sinalização.

### 2.1 Relevância e Irrelevância dos dividendos

Segundo Fortuna (2005) dividendo é a distribuição de parte dos lucros da empresa, em moeda, aos seus acionistas. A lei determina que devam ser distribuídos, no mínimo, 25% do lucro líquido do exercício (Lei 6.404/76, art. 152).

Para Ross, Westerfield e Jordan (2008), os dividendos são um assunto de suma importância para as finanças corporativas, pois representa 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, 1956 e 1962; GORDON, 1959 e 1963), a Teoria da Irrelevância dos Dividendos (MILLER; MODIGLIANI, 1961), a Teoria Residual dos Dividendos (GITMAN, 1978; LUMBY, 1991), a Teoria de Preferência Tributária (ELTON e GRUBBER, 1970; FARRAR e 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, influenciava 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 Modigliani e Miller, de 1961, contradisse o pensamento vigente 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 Modigliani e Miller 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 Modigliani e Miller existem severas restrições teóricas, dentre as quais, destacamos, a última, que se refere às 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 Modigliani e Miller o conteúdo informacional dos dividendos passa a ser, por assim dizer, empírico e não conceitual, devendo analisar a conjuntura de cada mercado de capitais com suas características próprias, como, por exemplo, a assimetria informacional, característica presente no mercado de ações brasileiro (BELO; BRASIL, 2006).

## **2.2 Trabalhos empíricos acerca do conteúdo informacional dos dividendos.**

Silva (2008) pesquisou as empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBOVESPA que anunciaram o pagamento de dividendos entre a janela de tempo de 2000 a 2006 com a intenção de testar a hipótese concernente ao conteúdo informacional dos dividendos e obteve como resultado que mudanças de dividendos não são interpretadas pelo mercado de capitais brasileiro como conteúdo informacional acerca da persistência ou não nas mudanças precedentes dos lucros.

O sinal das mudanças de dividendos também não é interpretado como conteúdo informacional acerca da insistência ou não nas mudanças precedentes dos lucros, ou seja, pode-se concluir que não foi possível capturar conteúdo informacional nas mudanças de dividendos precedidas por mudanças nos lucros de mesmo sinal e de sinal oposto.

Na pesquisa realizada por Castro Junior e Yoshinaga (2012), com dados obtidos das empresas listadas na BM&FBOVESPA concernente ao intervalo de tempo entre 1995 a 2011, não foi possível relacionar a variação no pagamento de dividendo com as variações futuras na lucratividade das empresas nos modelos lineares levado em consideração toda a amostra de empresas. Porém quando a amostra foi dividida em empresas que adotaram algum nível de

governança corporativa e as empresas inseridas no segmento tradicional os resultados se mostravam diferentes, como comentam Castro Junior e Yoshinaga (2012, p. 20).

Enquanto os resultados obtidos com as empresas do primeiro grupo corroboram, se não totalmente, pelo menos em parte a hipótese conteúdo informacional dos dividendos (ICD) apresentando para algumas especificações coeficientes positivos e estatisticamente significantes, as empresas do segundo grupo parecem passar uma sinalização errada ao mercado. Para este conjunto de empresas, foram obtidos coeficientes negativos e estatisticamente significantes em certas especificações, indicando que as empresas que não têm preocupações mais rígidas quanto à governança parecem aumentar ou diminuir o pagamento de dividendos sem que isso tenha uma clara relação com a lucratividade futura, ou mesmo aumentam o pagamento de dividendos sem que isso traga aumento de lucratividade futura. Isso pode ser devido a um excesso de confiança dos gestores dessas empresas, ou mesmo por conta da maior concentração acionária e outras características de gestão das empresas do segmento tradicional da bolsa.

Vieira et al (2013) pesquisaram sobre a política de dividendos de três países europeus, a saber, França, Portugal e Reino Unido, tendo como objetivo testar a hipótese de sinalização dos dividendos. Ao analisar a relação entre o anúncio da variação dos dividendos e o desempenho futuro das empresas, medido através da variação dos resultados, só foi possível confirmar a hipótese em apenas um país, ou seja, foi encontrado evidência deste efeito apenas para a amostra de Portugal.

Sua metodologia envolveu aumento de dividendos e aumento de resultados (ADAR), diminuição de dividendos e aumento de resultados (DDAR), aumento de dividendos e diminuição de resultados (ADDR) e diminuição de dividendos e diminuição de resultados (DDDR), isolando assim o impacto do anúncio dos dividendos e dos resultados. Esse resultado sugere que o mercado, tido como nacional ou homogêneo, tem comportamento distinto quando analisado por setor, nível de governança ou qualquer outra classificação possível.

No fim, como Santos et al (2008) indicam, mesmo a metodologia empregada no estudos de conteúdo informacional ser quantitativa, o fenômeno se encontra no campo das ciências sociais, indicando que a limitação das relações lineares e a complexidade de entendimento do fenômeno como ocorrência linear, homogênea para todo o mercado. Pode-se, inclusive, admitir a possibilidade de conteúdo informacional por empresa, já que reflete a posição acerca das perspectivas futuras de um gestor, ou conselho gestor, que não necessariamente seria compartilhada por todo o segmento no qual a empresa está vinculada.

Como se observa tanto no mercado internacional quanto nacional, o tema não é “datado”, continuando a despertar interesse de pesquisa a fim de entender o comportamento

dos gestores e dos *stakeholders* acerca de mudança na política de dividendos, constituindo uma linha de pesquisa muito estudada em finanças (HANLON; MYERS; SHEVLIN, 2001). Isso aponta para a importância no estudo da teoria da sinalização aplicada aos dividendos, sendo comentada na próxima seção.

### **2.3 Teoria da Sinalização (Conteúdo Informacional)**

A Teoria da sinalização foi inicialmente estudada a partir de 1970, e entre os primeiros e mais importantes estudos destaca-se Pettit 1972, Ross 1977, Bhattacharya 1979, Asquith e Mullins 1983, Miller e Rock 1985 e John e Williams 1985 de acordo com Vieira et al (2013) e Pietro Neto et al (2010). Para Watts (1973), 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 et al (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 et al. (2003, p. 5) 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. 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 et al. (2003, p. 6):

Aumento nos dividendos, de outra parte, pode enviar um sinal negativo para os mercados financeiros. Ao considerar uma empresa que nunca pagou dividendos no passado, mas que registrou um crescimento extraordinário e alto retorno sobre seus projetos. Quando esta empresa começar 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.

Alguns trabalhos que tratam especificamente da questão concernente ao Conteúdo Informacional dos dividendos estão dispostos no quadro 1, apontados de forma resumida os resultados encontrados no que se refere a presença de Conteúdo Informacional (sinalização) ou não por parte da políticas de dividendos.

Quadro 1: Trabalhos similares.

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 dividendos 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 dividendos policy: Canadian evidence (Zeng T.)	2001	A
Are dividend changes a sign of firm maturity? (Grullon, G., etal)	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 dividendos? 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 Dividendos: Evidence from Istanbul stock exchange.(Yilmaz, A.; Selcuk, E).	2010	A
Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. (Ali, M).	2010	R
What do dividendos tell us about earnings quality? (Skinner, D.; Soltis, E)	2011	A
Dividend policy: Signaling or maturity hypothesis?(Vieira, E.).	2012	R

Fonte: Adaptado de Loss (2004).

Dos 16 trabalhos apresentados no quadro 1, nove (9) comprovaram a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos enfatizando a sua relevância, frente à sete (7) deles que rejeitam essa hipótese, refutando a teoria da sinalização. Nota-se que não é uma temática datada, apresentando resultados divergentes ao longo do tempo, o que suscita a continuidade dos estudos envolvendo política de dividendos e sinalização.

### 3 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**. Assim, tem-se como objetivo geral desta pesquisa 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 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) para um estudo de caso. 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 mercadológicas semelhantes. 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.

Quando este setor foi pesquisado só constava uma empresa com ações listadas na BM&FBOVESPA, que foi a Cia Hering S/A. Dada as decisões teóricas de analisar um setor econômico e a limitação de tempo para a conclusão da pesquisa, considerou-se a análise da política de financiamento (dividendos) da Cia Hering S/A como objeto desta pesquisa.

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 entre 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.

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 no quadro 2.

Quadro 2: Variáveis.

<b>Variável Dependente</b> <b>- Explicada-</b>	<b>Variáveis independentes</b> <b>- Explicativas -</b>
$\Delta$ Receita Bruta (2012-2011)	$\Delta$ Remuneração para os Sócios (2011-2010)
$\Delta$ Lucro Líquido (2012-2011)	
$\Delta$ <i>Return on Investment</i> (2012-2011)	
$\Delta$ Retorno sobre o Capital Próprio (2012-2011)	

Fonte: Elaboração própria.

Com base nas informações do quadro 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 é que os dados para as regressões foram obtidos a partir dos relatórios da BM&FBOVESPA, utilizando os dados consolidados.

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

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se que a notação feita no quadro 3 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 no quadro 3:

Quadro 3: Período das Variáveis.

Variável Dependente - <i>Explicada</i> - Período considerado	Variáveis independentes - <i>Explicativas</i> - Período considerado
2012-2011	2011-2010
2011-2010	2010-2009
2010-2009	2009-2008
2009-2008	2008-2007

Fonte: Elaboração própria.

A operacionalização das variáveis se deu, como apresentado no quadro 4:

Quadro 4: Operacionalização das variáveis.

Variável	Sigla utilizada	Classificação	Operacionalização	Amplitude temporal de análise
$\Delta$ Receita Bruta	RB	Dependent e ( <i>Proxy</i> para	$RB_{2012} - RB_{2011}$	Para todas as variáveis:
$\Delta$ Lucro Líquido	LL	Dependent e ( <i>Proxy</i> para	$LL_{2012} - LL_{2011}$	$\Delta$ entre 2012-2011

$\Delta$ Return on Investment	ROI	Dependent e (Proxy para desempenho futuro)	$ROI_t = \frac{LL_t}{\frac{Ativo_t + Ativo_{t-1}}{2}} e$ $\frac{ROI_{2012} - ROI_{2007}}{2012 - 2007}$	<p><math>\Delta</math>entre 2011-2010</p> <p><math>\Delta</math>entre 2010-2009</p>
$\Delta$ Retorno sobre o Capital Próprio	RCP	Dependent e (Proxy para desempenho futuro)	$RCP_t = \frac{LL_t}{PL_t} e$ $\frac{RCP_{2012} - RCP_{2007}}{2012 - 2007}$	<p><math>\Delta</math>entre 2009-2008</p> <p><math>\Delta</math>entre 2008-2007</p>
$\Delta$ Remuneração para os Sócios	RS	Independente	$RS_t = \text{Dividendos Pagos}_t (DIV) + \text{Juros Sobrecapital Próprio}_t (JCP)$ $\frac{\Delta RS_t}{2012 - 2007} = \frac{RS_t}{RS_{t-1}}$	<b>4 pares de observação (n=4)</b>

Fonte: Elaboração própria.

Os dados tratados conforme quadro 4 resultaram nas variáveis para a entrada do modelo, como apresentado na tabela 2:

Tabela 2: Variação das variáveis.

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%

Fonte: Elaboração própria.

Para rodar as regressões utilizou-se o software SPSS<sup>®</sup> versão 20.0, tendo como dados de entrada a tabela 3:

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%

Fonte: Elaboração própria.

### 3.1 Hipóteses de 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:

H<sub>0</sub>: Existe evidência de conteúdo informacional da política de dividendos da **Cia Hering S/A** em relação ao desempenho futuro.

H<sub>1</sub>: Não existe evidência de conteúdo informacional da política de dividendos da **Cia Hering S/A** em relação ao desempenho futuro.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

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) com o resumo do modelo apresenta um  $R=0,855$ , o que mostra uma correlação substancial da variável independente com a variável dependente. O resultado obtido para o  $R^2$  ( $R^2=0,732$ ) 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 – Saída do modelo de regressão. (LL)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,855 <sup>a</sup>	,732	,598	,74637780

Fonte: Elaboração própria.

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. Originando uma equação como a demonstrada a seguir (equação 1):

$$LL = + 1,755RS - 1,701 + \varepsilon \quad \text{..(eq. 1)}$$

O sinal se mostra positivo concernente a variável independente, porém para que o LL acompanhe positivamente o RS a variação deve ser maior que a constante, o que de fato acontece então o lucro líquido seguirá no mesmo sentido. Foi percebido, como evidenciado na tabela 4, que a variável explicativa apresenta um Sig.  $\alpha > 0,10$ , considerado alto para fins de pesquisa social, sendo influenciado pelas limitações referentes ao número da amostra, porém, apresenta um valor de 0,145 e mesmo assim outras evidências viabilizam a pesquisa, como os sinais dos Betas ( $\beta$ ), 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.

Tabela 5 – Saída 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

Fonte: Elaboração própria.

Graficamente teríamos a seguinte notação da relação entre o lucro líquido e a remuneração dos sócios:

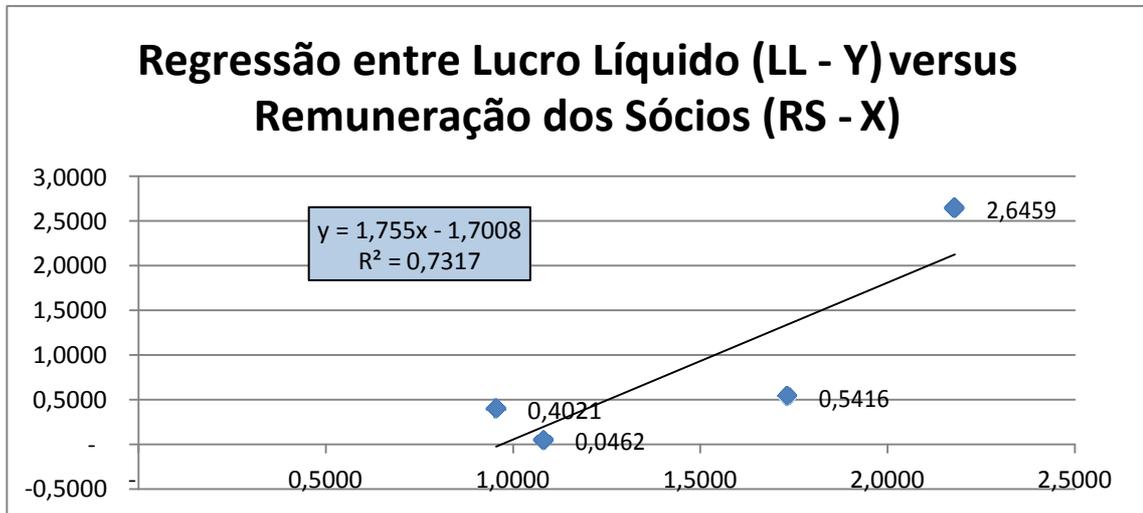


Gráfico 1: Regressão entre Lucro Líquido (LL – Y) versus Remuneração dos Sócios (RS – X).

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 et al. (2003), 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.

Corroborando o modelo de regressão para o lucro líquido como *proxy* para desempenho futuro, apresenta-se o diagrama de dispersão dos resíduos, indicando que a variável independente é uma boa preditora, conforme o gráfico 2. Nota-se que o  $R^2$  é baixo ( $R^2=0,2683$ ), indicando que os resíduos não sugerem a presença de outra variável por elevado peso explicativo (LARSON; FARBER, 2010).

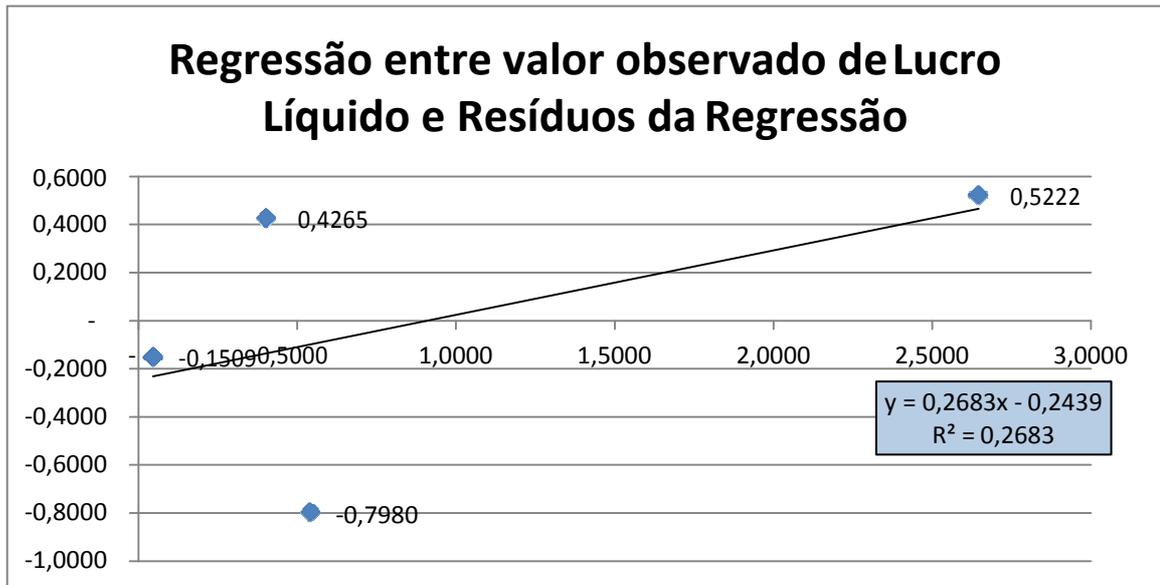


Gráfico 2: Diagrama de dispersão entre Observação da Dependente e resíduo a partir do valor predito pela equação da regressão LL versus RS

Conforme apresentado, embora com limitações da técnica estatística utilizada, 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), cujo  $R=0,76$ , mostrando uma correlação substancial das variáveis independentes com a variável dependente. 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 a variável em questão, ou seja, a receita bruta.

Tabela 6 – Saída do modelo de regressão (RB).

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,076 <sup>a</sup>	,006	-,491	,17869132

Fonte: Elaboração própria.

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 ( $\beta$ ) 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 – Saída do modelo de regressão (RB).

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

Fonte: Elaboração própria.

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  $R^2$  ajustado ( $R^2 = 0,742$ ), 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 um  $R=0,862$ , o que mostra uma correlação substancial das variáveis independentes com a variável dependente.

Tabela 8 – Saída do modelo de regressão (ROI).

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,862 <sup>a</sup>	,742	,613	,80396193

Fonte: Elaboração própria.

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, originando uma equação como a demonstrada a seguir (equação 2).

$$ROI = + 1,942 - 2,130 + \varepsilon \quad \dots \text{(eq. 2)}$$

O sinal se mostra positivo concernente a variável independente, porém para que o ROI acompanhe positivamente o RS a variação deve ser maior que a constante, então o ROI seguirá no mesmo sentido. 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 8 apresenta-se a variável explicativa com um Sig.  $\alpha > 0,10$  ( $\alpha = 0,138$ ), apresentando um valor ainda interessante devido às limitações referentes ao número da amostra e mesmo assim outros valores tornam a pesquisa relevante como o sinal do Beta ( $\beta$ ), R e o  $R^2$ . É importante reconhecer que o campo de decisões de financiamento se dá no âmbito das ciências sociais e que, nestes casos, uma significância de 0,138 deve ser considerada, ademais a construção teórica suporta esta evidência.

Tabela 9 – Saída 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

Fonte: Elaboração própria.

Graficamente teríamos a seguinte notação da relação entre o retorno sobre o investimento e a remuneração dos sócios:

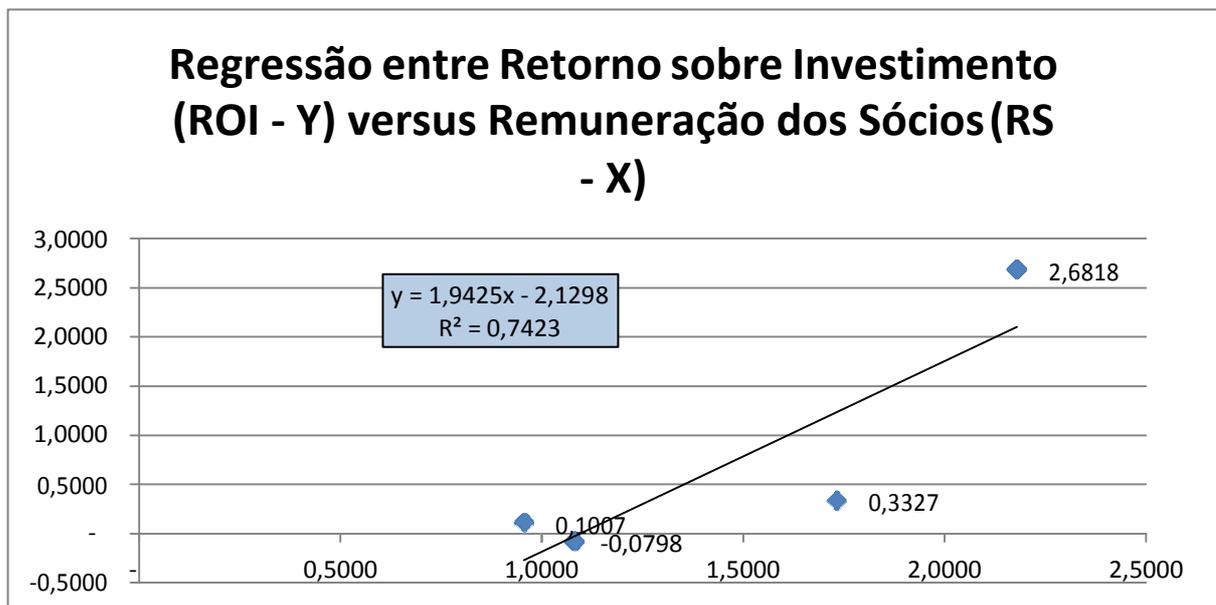
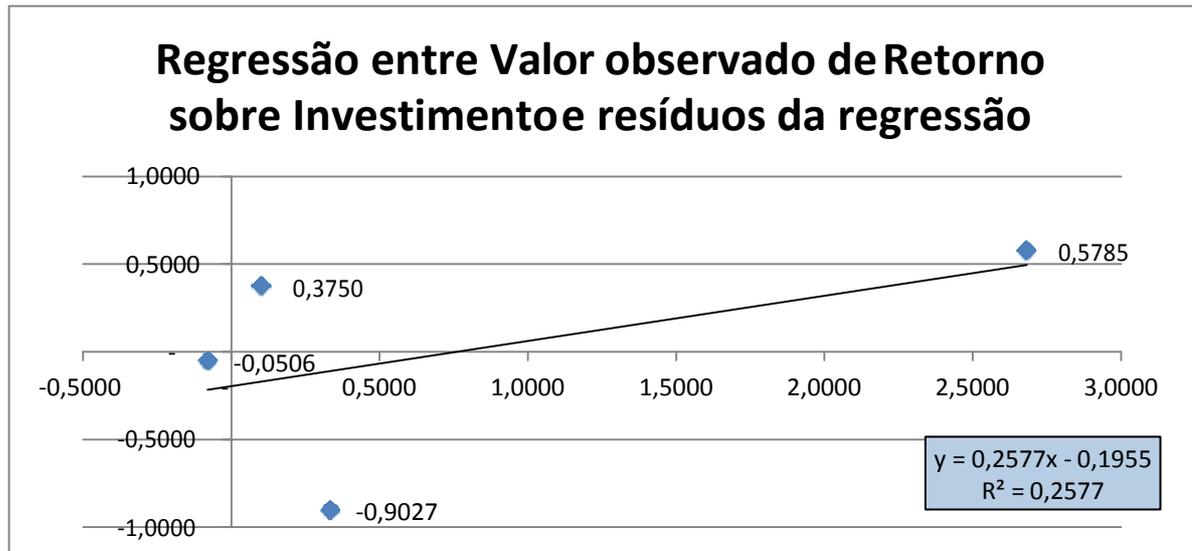


Gráfico 3: Regressão entre Retorno sobre Investimento (Y) versus Remuneração dos Sócios – RS(X).

Corroborando 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 o gráfico 4. 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).



**Gráfico 4:** 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. Porém 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 Sig.  $\alpha > 0,10$  ( $\alpha = 0,170$ ), é um valor ainda interessante devido às limitações referentes ao número de observações.

Tabela 10 – Saída do modelo de regressão (RCP).

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,830 <sup>a</sup>	,690	,534	,46998124

Fonte: Elaboração própria.

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, originando uma equação como a demonstrada a seguir (equação 3)

$$RCP = + 0,997RS - 1,117 + \varepsilon \quad \text{..(eq. 3)}$$

O sinal se mostra positivo concernente a variável independente, porém para que o RCP acompanhe positivamente o RS a variação deve ser maior que a constante, então o RCP seguirá no mesmo sentido. Assim, embora com as limitações de método já apresentadas, há

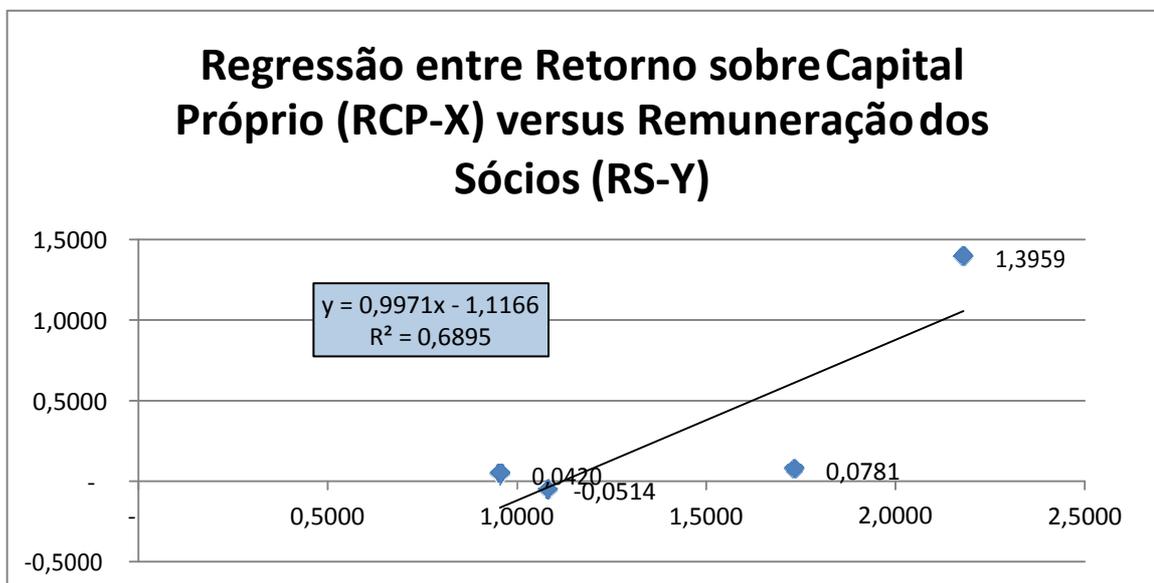
indícios para aceitar a hipótese de sinalização na política de dividendos para a variável dependente RCP, *proxy* para desempenho futuro.

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

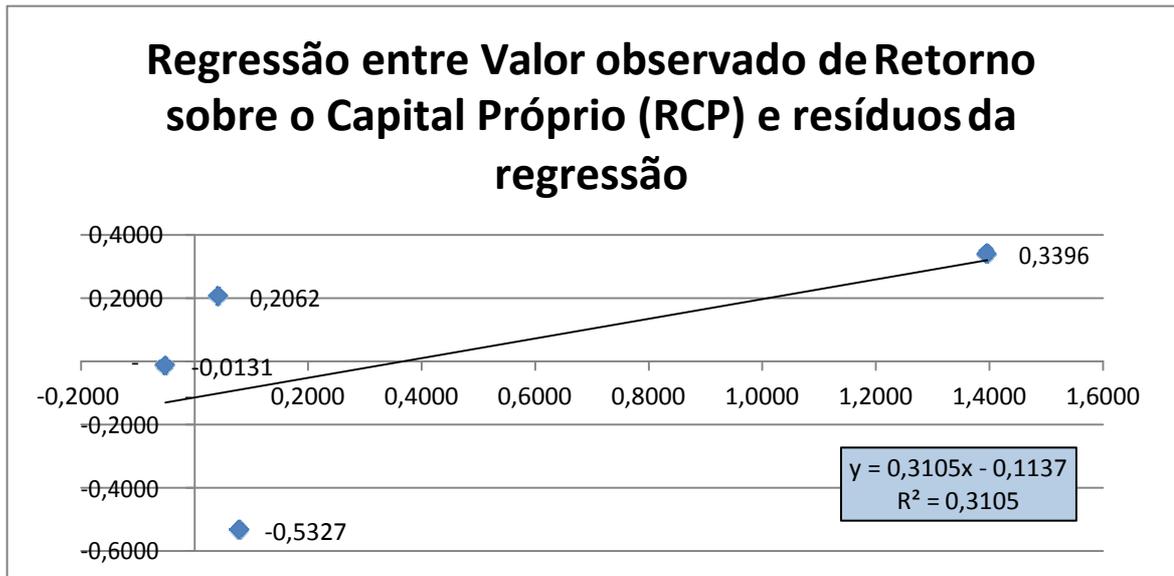
Fonte: Elaboração própria.

Graficamente teríamos a seguinte notação da relação entre o retorno sobre o capital próprio e a remuneração dos sócios:



**Gráfico 5:** Regressão entre Retorno sobre Investimento (Y) versus Remuneração dos Sócios – RS (X).

Dando credibilidade ao modelo de regressão entre ROI 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 as limitadas observações, este resultado deve ser entendido com prudência, ou seja, há indícios de conteúdo informacional e não definitivamente sua presença.



**Gráfico 6:** Diagrama de dispersão entre Observação da Dependente e resíduo a partir do valor previsto pela equação da regressão ROI versus RS

Por fim os resultados demonstraram que 3 das variáveis confirmaram a hipótese H0. Mesmo com limitações no método, pode-se observar indícios de conteúdo informacional na política de dividendos no período analisado para a **Cia Hering S/A**. O quadro 6 apresenta os resultados referentes a cada variável, aos dados do modelo e a condição da hipótese.

Quadro 6 : Resumo dos Resultados.

Variável Dependente (Proxy para Desempenho Futuro)	Variável Independente	R <sup>2</sup>	Significância $\alpha$	Sinais $\beta$	Resultado
Lucro Líquido	RS	0,732	,145	+	<b>H0 aceita</b>
Retorno sobre Investimento	RS	0,742	,138	+	<b>H0 aceita</b>
Receita Bruta	RS	0,06	,924	-	<b>H1 aceita</b>
Retorno sobre Capital Próprio	RS	0,690	,170	+	<b>H0 aceita</b>

Fonte: Elaboração própria.

Portanto, através do R<sup>2</sup>, 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, de conteúdo informacional, e que apenas uma delas (RB) não confirma tal teoria. É importante destacar que as três variáveis que apontaram conteúdo informacional utilizam, em seu cálculo, o Lucro Líquido (LL), o que remete a reflexão de que, mais fortemente ainda, a expectativa de lucro líquido futuro, ou de desempenho futuro, tem relação com a sinalização a partir da política de dividendos

## 5 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 o que Santos et al (2008) indicam que é importante discutir a ideia de estudar não apenas os mercados, mas os segmentos econômicos e as empresas individualmente.

Também é importante entender que o mercado de capitais no Brasil é vivido diferentemente pela sociedade brasileira em geral. Nos EUA, fonte das inúmeras teorias financeiras, como se sabe, o hábito de pessoas físicas investirem em papéis de companhias é mais frequente do que no Brasil, onde a poupança tem mais proeminência do que investimentos em ações. Isso indica que culturalmente, e a economia é também uma expressão cultural, o Brasil difere de outros “lugares” pela propensão de seus cidadãos em relação à seu perfil de investimento e, naturalmente, o mercado – que não se manifesta isoladamente do todo social onde se desenvolve – em menor ou maior grau se ajusta à tais demandas sociais.

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.

Assim, sugere-se para futuras pesquisas aprimorar o modelo proposto 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, mar. 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.
- BHATTACHARYA, S. **Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy**. The Bell Journal of Economics, v. 10, n. 1, p. 259-270, 1 abr. 1979. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2307/3003330>>. Aceso em 10.01.2014.
- BREALEY, R.A. e S. MYERS (1998) **Princípios de Finanças Empresariais – 5ª Edição**, Lisboa, Mcgraw-Hill.
- BRIGHAM , E. F; GORDON, M. J. **Leverage, Dividend Policy, and the cost of capital**. The Journal of Finance. Volume 23, Issue 1, pages 85–103, March 1968.
- BRIGHAM, E. F., GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. SãoPaulo: 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**. 2000. f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2000. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/2222/74563.pdf?sequence=2>. Acesso em 25 jan 2014.

- CASTRO JUNIOR, F. H. F. de ; YOSHINAGA, C. E.. **Variação nos dividendos sinalizam lucratividade futura de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa.** *In:* 12º Encontro Brasileiro de Finanças, 2012, São Paulo. Anais do 12º Encontro Brasileiro de Finanças, 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.** REPEC, Brasília, v.6, n. 2, art. 3, p. 154-169, abr./jun. 2012. Disponível em:<  
<http://repec.org.br/index.php/repec/article/viewFile/223/594>>. Acesso em: 02 fev 2014.
- 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, Sept. 1959.
- ELTON, E. J; GRUBER, M. J. **Marginal Stockholder Tax Rate and the Clientele Effect.** *Review of Economics and Statistics*, 52, February, 68-74. 1970.
- FARRAR, D; SELWYN. *Taxes Corporate Financial Policy and Return to Investors*, *National Tax Journal*, 20, 444-454. 1976.
- 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.
- FORTUNA, E. **Mercado financeiro:** produtos e serviços. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.
- 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.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira,** Editora Harper & Raw do Brasil Ltda. 1978.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira – essencial.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001. 610 p. ISBN 85-7307-776-X.
- GORDON, M. J. **Dividends, earnings and stock prices.** *The Review of Economics and Statistics*. v. 41, n. 2, parte 1, p. 99-105, 1959.
- GORDON, M. J. **Optimal investment and financing policy.** *Journal of Finance*. v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.

- GRULLON, G.; MICHAELY, R.; BENARTZI, S.; THALER, R. H. **Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability**. The Journal of Business, v. 78, n. 5, p. 1659-1682, 1 set. 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1086/431438>>. Acesso em: 10.01.2014.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- HANLON, M.; MYERS, J.; SHEVLIN, T. **The information content of dividends: Do dividends provide information about future earnings?** Harvard Business School – Working paper, 2001. Disponível em: <<http://www.hbs.edu/units/am/pdf/michellehanlon.pdf>>. Acesso em: 18 de Out. 2013.
- HUSAINY, K.; AAL-EISA, J. **Disclosure and dividend signalling when sustained earnings growth declines**. Managerial Finance, v. 24, n. 5, p. 445 – 454, 2009.
- JOHN, K.; WILLIAMS, J. **Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium**. The Journal of Finance, v. 40, n. 4, p. 1053-1070, 1 set. 1985. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>>. Acesso em: 18 de Out. 2013.
- KOTHARI, S. P.; SHU, S.; WYSOCKI, P. D. **Do Managers Withhold Bad News?** Journal of Accounting Research, v. 47, n. 1, p. 241-276, mar. 2009. <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>>. Acesso em: 29 de Out. 2013.
- LARSON, R.; FARBER, B. **Estatística aplicada**. 4 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- LINTNER, J. **Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes**. American Economic Review, v. 46, p. 97-113, 1956.
- 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](http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2007/Ravi_Lonkani.pdf)>, Acesso em 2.06.2010.
- 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, Março, p. 151-162, 2011.
- LUMBY, S. **Investment Appraisal and Financing Decision** - 4ª edition, Chapman & Hall. 1991.
- 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. H.; ROCK, K. **Dividend Policy under Asymmetric Information**. The Journal of Finance, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>> Acesso em 15 Jan 2014.
- PIETRO NETO, J. d.; DECOURT, R. F; GALLI, O. C; **Proventos - A Teoria da sinalização : Variações de mercado**. Double blind review. Universidade FUMEC / FACE. 2011.
- NISIM, D.; ZIV, A. **Dividend changes and future profitability**. The Journal of Finance, v. 56, n. 6, p. 2111–2133, 2001.
- NITTA, K. **Does dividend policy enhance shareholder value?** Financial Research Group-NLI Research, p. 1-7, 2006.
- 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**. 2006. 82 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006. Disponível em:< [http://www.fucape.br/public/producao\\_cientifica/2/santana%20-%20relacao%20entre%20dividend%20yield.pdf](http://www.fucape.br/public/producao_cientifica/2/santana%20-%20relacao%20entre%20dividend%20yield.pdf)>. Acesso em : 5 dez 2013.
- 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.
- SILVA, R. O. R. C. **Mudanças dos dividendos e a persistência dos lucros**: Uma análise do conteúdo informacional. Dissertação (Mestrado em Administração) PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO PUC – SP, 2008. Disponível em: <[http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select\\_action&co\\_obra=107332](http://www.dominiopublico.gov.br/pesquisa/DetalheObraForm.do?select_action&co_obra=107332)>. Acesso em : 5 dez 2013.
- 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. Volume 26, Issue 2, pages 507–519, May 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. **Investor sentiment and the market reaction to dividend news**: European evidence. *Managerial Finance*, v. 37, n. 12, p. 1213-1245, 2011a.

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. – Disponível em : <http://revistas.ua.pt/index.php/estudosdoisca/article/view/2201>. Acesso em : 15 dez 2013.

Watts, R. The information content of dividends. *The Journal of Business*, v. 46, n.º 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, 5-7 Ago., 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.

## APÊNDICE (SAÍDA DOS RESULTADOS DO SPSS 20.0).

### RESULTADOS DA VARIÁVEL LUCRO LÍQUIDO.

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RS <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: LL

b. All requested variables entered.

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,855 <sup>a</sup>	,732	,598	,74637780

a. Predictors: (Constant), RS

b. Dependent Variable: LL

#### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,039	1	3,039	5,455	,145 <sup>b</sup>
	Residual	1,114	2	,557		
	Total	4,153	3			

a. Dependent Variable: LL

b. Predictors: (Constant), RS

#### Coefficients<sup>a</sup>

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Const)	-1,701	1,178		-1,444	,286	-6,769	3,368		
RS	1,755	,751	,855	2,336	,145	-1,478	4,988	1,000	1,000

a. Dependent Variable: LL

#### Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	RS
1	1	1,948	1,000	,03	,03
	2	,052	6,151	,97	,97

a. Dependent Variable: LL

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,0244296	2,1236453	,9089580	1,00646162	4
Residual	-,79795223	,52223766	0E-8	,60941493	4
Std. Predicted Value	-,927	1,207	,000	1,000	4
Std. Residual	-1,069	,700	,000	,816	4

a. Dependent Variable: LL

## RESULTADOS DA VARIÁVEL ROI.

**Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RS <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: ROI

b. All requested variables entered.

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,862 <sup>a</sup>	,742	,613	,80396193

a. Predictors: (Constant), RS

b. Dependent Variable: ROI

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3,723	1	3,723	5,760	,138 <sup>b</sup>
	Residual	1,293	2	,646		
	Total	5,016	3			

a. Dependent Variable: ROI

b. Predictors: (Constant), RS

**Coefficients<sup>a</sup>**

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Const)	-2,130	1,269		-1,678	,235	-7,589	3,330		
RS	1,942	,809	,862	2,400	,138	-1,540	5,425	1,000	1,000

a. Dependent Variable: ROI

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	RS
1	1	1,948	1,000	,03	,03
	2	,052	6,151	,97	,97

a. Dependent Variable: ROI

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,2742683	2,1033113	,7588443	1,11399396	4
Residual	-,90273255	,57844573	0E-8	,65643217	4
Std. Predicted Value	-,927	1,207	,000	1,000	4
Std. Residual	-1,123	,719	,000	,816	4

a. Dependent Variable: ROI

**RESULTADOS DA VARIÁVEL RCP.****Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RS <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RCP

b. All requested variables entered.

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,830 <sup>a</sup>	,690	,534	,46998124

a. Predictors: (Constant), RS

b. Dependent Variable: RCP

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,981	1	,981	4,442	,170 <sup>b</sup>
	Residual	,442	2	,221		
	Total	1,423	3			

a. Dependent Variable: RCP

b. Predictors: (Constant), RS

**Coefficients<sup>a</sup>**

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Const)	-1,117	,742		-1,505	,271	-4,308	2,075		
RS	,997	,473	,830	2,108	,170	-1,039	3,033	1,000	1,000

a. Dependent Variable: RCP

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	RS
1	1	1,948	1,000	,03	,03
	2	,052	6,151	,97	,97

a. Dependent Variable: RCP

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,1642174	1,0563401	,3661427	,57188145	4
Residual	-,53269029	,33959728	0E-8	,38373808	4
Std. Predicted Value	-,927	1,207	,000	1,000	4
Std. Residual	-1,133	,723	,000	,816	4

a. Dependent Variable: RCP

**RESULTADOS DA VARIÁVEL RECEITA BRUTA.****Variables Entered/Removed<sup>a</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RS <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: RB

b. All requested variables entered.

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,076 <sup>a</sup>	,006	-,491	,17869132

a. Predictors: (Constant), RS

b. Dependent Variable: RB

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,000	1	,000	,012	,924 <sup>b</sup>
	Residual	,064	2	,032		
	Total	,064	3			

a. Dependent Variable: RB

b. Predictors: (Constant), RS

**Coefficients<sup>a</sup>**

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
(Const)	,276	,282		,979	,431	-,937	1,490		
RS	-,019	,180	-,076	-,108	,924	-,793	,755	1,000	1,000

a. Dependent Variable: RB

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	RS
1	1	1,948	1,000	,03	,03
	2	,052	6,151	,97	,97

a. Dependent Variable: RB

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,2337791	,2575555	,2472241	,01114021	4
Residual	-,15306456	,16331059	0E-8	,14590086	4
Std. Predicted Value	-1,207	,927	,000	1,000	4
Std. Residual	-,857	,914	,000	,816	4

a. Dependent Variable: RB