A INFLUÊNCIA DO PAYOUT SOBRE A CAPACIDADE INFORMACIONAL DOS LUCROS CONTÁBEIS

Aparecida De Fátima Ferreira Martins (UFES) - aparecidafmartins@gmail.com

Ana Carolina Dos Santos Souza (UFES) - carolina.stsz@gmail.com

Alfredo Sarlo NETO (Ufes) - supersarloneto@gmail.com

Resumo:

Este artigo tem como objetivo verificar o impacto do payout na capacidade informacional dos lucros das empresas não financeiras com ações negociadas na B3. O modelo de informatividade mensura a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações. De acordo com Easton e Harris (1991), o retorno das ações é melhor explicado quando, além do lucro contábil, inclui-se a variação dos lucros como variável explicativa. Nessa mesma linha, é possível que o mercado esteja interessado não só na parcela do lucro a ser distribuída como dividendos (payout), mas também na variação dessa parcela. Os dados utilizados nesta pesquisa foram coletados por meio da base de dados da Comdinheiro, a amostra foi composta por 171 empresas no período de 2005 a 2016, totalizando 1063 observações. Verificou-se que a variação do payout contribui positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações. Os resultados evidenciam que, considerando que no mercado brasileiro o nível de payout, de certa forma, é uma informação conhecida pelos investidores devido a regra do mínimo obrigatório, a variação do payout tem mais conteúdo informacional do que o payout por si só.

Palavras-chave: *Payout; Informatividade; Lucros contábeis; Dividendos*

Área temática: *Contabilidade para Usuários Externos*

A INFLUÊNCIA DO PAYOUT SOBRE A CAPACIDADE INFORMACIONAL DOS LUCROS CONTÁBEIS

Resumo

Este artigo tem como objetivo verificar o impacto do payout na capacidade informacional dos lucros das empresas não financeiras com ações negociadas na B3. O modelo de informatividade mensura a intensidade da relação entre o lucro contábil e o retorno das ações. De acordo com Easton e Harris (1991), o retorno das ações é melhor explicado quando, além do lucro contábil, inclui-se a variação dos lucros como variável explicativa. Nessa mesma linha, é possível que o mercado esteja interessado não só na parcela do lucro a ser distribuída como dividendos (*payout*), mas também na variação dessa parcela. Os dados utilizados nesta pesquisa foram coletados por meio da base de dados da Comdinheiro, a amostra foi composta por 171 empresas no período de 2005 a 2016, totalizando 1063 observações. Verificou-se que a variação do payout contribui positivamente para a capacidade informacional dos lucros contábeis para explicar o retorno das ações. Os resultados evidenciam que, considerando que no mercado brasileiro o nível de payout, de certa forma, é uma informação conhecida pelos investidores devido a regra do mínimo obrigatório, a variação do payout tem mais conteúdo informacional do que o payout por si só.

Palavras-chave: Payout; Informatividade; Lucros contábeis; Dividendos.

Área temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) representa um importante papel na evolução da pesquisa em contabilidade, conduzindo à introdução e popularização da teoria e metodologia positiva no campo (WATTS; ZIMMERMAN, p. 15, 1986). Diante disso, Beaver (2002) sugere que a HME se tornou o arcabouço da pesquisa empírica contábil por proporcionar aos pesquisadores inferências teóricas acerca da associação entre o preço das ações e os números contábeis (BALL E BROWN, 1968; BEAVER, 1968; WATTS E ZIMMERMAN, 1986).

De acordo com Ball e Brown (1968), além dos lucros, outras variáveis podem influenciar as decisões dos investidores. Nesse contexto, diversos trabalhos buscaram explorar a capacidade informacional dos dividendos para o mercado de capitais (AHARONY; SWARY, 1980; ASQUITH; MULLINS, 1986; HEALY; PALEPU, 1988; MICHAELY; THALER; WOMACK, 1995). O efeito da interação entre o lucro e outras variáveis contábeis, dentre elas os dividendos, foi investigado por Francis, Schipper e Vincent (2005), que encontraram evidências de que, no mercado americano, os dividendos são mais informativos que os lucros para empresas com duas classes de ações. Em contrapartida, Sarlo Neto (2009) encontrou que, no mercado brasileiro, o lucro contábil é mais relevante do que os dividendos para explicar o retorno das ações. Brugni et al. (2012) verificaram que os lucros se tornam mais informativos quando interagidos com os dividendos, dessa forma, os autores demonstraram que a obrigatoriedade no cenário brasileiro não diminui a importância dos dividendos para a informatividade contábil.

Miller e Rock (1985) argumentam que o anúncio de dividendos seria composto por uma parcela equivalente ao valor esperado pelo mercado e outra parcela que corresponderia à uma "surpresa", de modo que, quanto maior a surpresa, maior seria a reação dos preços das ações. Sendo assim, no Brasil pelo menos parte do *payout* é uma informação conhecida pelo mercado devido à obrigatoriedade de distribuição. Por isso, é possível que o mercado esteja mais interessado na variação do *payout* como forma de avaliar o desempenho da empresa. Diante do exposto, o presente trabalho se propõe a responder à seguinte pergunta de pesquisa: **Qual o impacto do *payout* sobre a informatividade do lucro das empresas não financeiras listadas na B3?**

Apesar de trabalhos como de Sarlo Neto (2009), Brugni et al. (2012) e Silva (2015) analisarem a interação do lucro com os dividendos para explicar o retorno das ações no mercado brasileiro, nenhum deles investigou o poder informativo do *payout*, bem como sua variação. Apesar dos dividendos serem um dos temas mais pesquisados em finanças, eles continuam sendo um enigma tanto para o campo acadêmico quanto para o corporativo (BLACK, 1976; BAKER; POWELL; VEIT, 2002). Considerando as peculiaridades do Brasil, como a regra do mínimo obrigatório, mercado acionário concentrado e fraca proteção ao acionista minoritário, é possível que capacidade informacional dos lucros interagidos com o *payout* seja diferente daquela evidenciada em outros países, como os EUA.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Dividendos e informatividade

Desde o trabalho seminal de Lintner (1956), diversos são os argumentos teóricos e empíricos quanto à relevância dos dividendos. Considerando as imperfeições do mercado, como custos de agência e assimetria informacional, alguns modelos foram desenvolvidos partindo do

pressuposto de que os dividendos seriam uma forma de sinalizar o desempenho atual e futuro das empresas (BHATTACHARYA, 1979; MILLER; ROCK, 1985). Sendo assim, diversos trabalhos buscaram explorar a relação entre o anúncio de dividendos e o retorno das ações no mercado de capitais (AHARONY; SWARY, 1980; ASQUITH; MULLINS, 1986; HEALY; PALEPU, 1988; MICHAELY; THALER; WOMACK, 1995).

O modelo de Easton e Harris (1991) expressa a relação entre o lucro contábil e o retorno das ações conforme a equação abaixo.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que: $R_{i,t}$ = retorno da empresa i no período t; $LC_{i,t}$ = lucro contábil da empresa i no período t; β_0 = intercepto; β_1 = coeficiente angular entre o lucro contábil e o retorno; $\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório da empresa i no período t.

Nesse sentido, quanto maior a relação entre o retorno das ações e o lucro, maior será a informatividade do lucro divulgado pela contabilidade. O efeito da interação entre o lucro e outras variáveis contábeis, dentre elas os dividendos, foi investigada por Francis, Schipper e Vincent (2005) que compararam a informatividade entre os lucros e os dividendos em empresas com uma e duas classes de ações, ou seja, considerando a separação entre os direitos de voto e de fluxo de caixa. Já no mercado brasileiro, dentre os trabalhos que analisaram o poder informativo dos resultados contábeis condicionado à distribuição de dividendos, pode-se destacar: Brugni et al. (2012), Silva (2015) e Simões (2017).

No mercado americano, Francis, Schipper e Vincent (2005) identificaram que, para as empresas com apenas uma classe de ação, os lucros são mais informativos que os dividendos. No entanto, para empresas com duas classes de ação, os lucros são, geralmente, menos informativos, enquanto os dividendos são igualmente (se não mais) informativos. Em contrapartida, no ambiente brasileiro, Sarlo Neto (2009) identificou que, quanto maior a separação entre os direitos de voto e de fluxo de caixa, maior o poder de explicação dos lucros sobre os retornos e menor o dos dividendos. Os resultados encontrados sugerem que, quando ocorrem simultaneamente, o lucro contábil é mais relevante do que o dividendo para explicar o retorno das ações.

O estudo de Brugni et al. (2012) analisou uma amostra de empresas entre os anos de 2000 a 2009 e verificou que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o preço das ações do que quando analisados individualmente. Os resultados encontrados se mantêm quando a amostra é dividida em classe de ações (ordinárias e preferenciais). Por outro lado, quando a análise é estratificada por retornos anormais, positivos e negativos, apresentam-se evidências de que os dividendos só aumentam a informatividade do lucro quando os retornos anormais são positivos. Nessa mesma linha, a pesquisa de Silva (2015) investigou a informatividade dos lucros sob a perspectiva da composição da remuneração aos acionistas e identificaram que remuneração total aos acionistas, os dividendos e a remuneração futura contribuem positivamente para a informatividade do lucro contábil em explicar o retorno das ações, enquanto os JSCP (Juros Sobre Capital Próprio) e as remunerações passadas não contribuem para a capacidade informacional do lucro contábil, uma vez que foram refletidos no preço das ações, quando da divulgação das demonstrações. Já o estudo de Simões (2017), utilizou a metodologia do estudo de evento para demonstrar que a tempestividade da distribuição (durante o exercício corrente ou após a divulgação do resultado do exercício), contribui para aumentar a informatividade do

lucro. Corroborando com os achados de Simões (2017), Silva et al. (2016) evidenciaram que os dividendos adicionais propostos são relevantes para o mercado brasileiro, suportando a hipótese da sinalização.

Farooq et al (2017) verificaram que, em países do Oriente Médio e Norte da África, essa relação entre o lucro e o retorno é uma função crescente do pagamento de dividendos. Sendo assim, as evidências demonstram um impacto positivo do índice de *payout* na informatividade dos lucros. Segundo os autores, maiores dividendos reduzem os conflitos de agência, levando as empresas a divulgarem informações mais confiáveis e, consequentemente, aumentando a credibilidade dos lucros reportados.

3 DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

O efeito da interação entre o lucro e outras variáveis contábeis, dentre elas os dividendos, foi investigada por Francis, Schipper e Vincent (2005) que observaram, no mercado americano, a informatividade entre os lucros e os dividendos em empresas com duas classes de ações, ou seja, quando há separação entre os direitos de voto e de fluxo de caixa. Os autores identificaram que, para as empresas com apenas uma classe de ação, os lucros são mais informativos que os dividendos. No entanto, para empresas com duas classes, onde existe o conflito de agência de separação do direito de fluxo de caixa e de voto, os lucros são, geralmente, menos informativos, enquanto os dividendos são igualmente (se não mais) informativos. Nessa mesma linha, Brugni et al. (2012) analisaram uma amostra de empresas brasileiras e verificaram que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar o retorno das ações, demonstrando que a obrigatoriedade de distribuição não reduz a importância dos dividendos para a informatividade contábil.

No contexto brasileiro, a figura do dividendo adicional proposta representa uma informação relevante para o mercado de capitais. Muito provavelmente isso ocorre devido a obrigatoriedade de distribuição mínima, tornando o dividendo adicional proposto uma informação nova. Assim, um aumento na distribuição dos dividendos pode indiciar, para os investidores, um sinal positivo de que lucros maiores serão realizados no futuro, enquanto a diminuição dos dividendos pode demonstrar incertezas acerca do futuro da companhia (SILVA; NARDI; TONANI, 2016).

De acordo com Easton e Harris (1991), o retorno das ações é melhor explicado quando, além do lucro contábil, inclui-se a variação dos lucros como variável explicativa. Nessa mesma linha, considerando que no mercado brasileiro o nível de *payout*, de certa forma, é uma informação conhecida pelos investidores, é possível que a variação do *payout* tenha mais conteúdo informacional do que o *payout* por si só.

Nesse sentido surge a primeira hipótese desta pesquisa:

H_1: a variação do *payout* aumenta a informatividade dos lucros como variável explicativa do retorno das ações.

Contudo, considerando o ambiente de governança do Brasil, é possível que os acionistas monitorem mais o lucro do que os dividendos, visto que, devido a obrigatoriedade de distribuição, a ocorrência de lucro já é um indicativo de remuneração futura, conforme apontado por Sarlo Neto (2009). Diante disso, uma outra possibilidade é que conforme o sinal da variação do *payout*, têm-se um comportamento diferente do retorno das ações. A teoria da sinalização sugere que os investidores interpretam os aumentos ou reduções nos dividendos como notícias positivas ou negativas a respeito da firma. Sendo assim, surge a segunda hipótese do trabalho.

H_2: o aumento da informatividade dos lucros é maior quando a variação do *payout* é positiva.

4 METODOLOGIA

Do ponto de vista metodológico, a presente pesquisa se classifica como explicativa quanto aos seus objetivos. Segundo Gil (2002), pesquisas explicativas tem por objetivo identificar fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência de fenômenos, tentando explicar a razão das coisas.

Com base nos procedimentos utilizados, a pesquisa classifica-se como documental, à medida que usa materiais que ainda não receberam um tratamento analítico, ou, ainda, que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

De modo a atingir o objetivo proposto, utilizou-se abordagem quantitativa, usando técnica estatística para tratamento dos dados coletados. Foi feita análise descritiva, que, segundo Fávero (2009), permite ao pesquisador melhor compreensão dos dados, identificando tendências, variabilidade e valores atípicos.

Para testar a hipótese desta pesquisa foi feita análise estatística por meio de regressão do seguinte modelo:

$$\boldsymbol{RA = \beta_0 + \beta_1 LLA + \beta_2 PAYOUT + \beta_3 VPAYOUT + \beta_4 LLA * PAYOUT + \beta_5 LLA * VPAYOUT + \beta_6 TAM + \beta_7 END + \beta_8 MTB + \varepsilon}$$

Nesse modelo, o interesse é principalmente o coeficiente angular β_5 que representa a interação entre o lucro contábil e a variação do payout.

4.1. Seleção da amostra e tratamento de dados

A base de dados trabalhada no estudo foi obtida através de informações contidas na base de dados Comdinheiro. Foi utilizada uma série histórica compreendida entre os anos de 2005 a 2016.

Foram usados dados de empresas listadas na BM&F Bovespa, à exceção de empresas do setor financeiro. Empresas com *payout* igual a 0 (zero) foram excluídas da amostra.

Foram utilizadas, como variáveis de controle, as seguintes informações contábeis: TAM (tamanho, medido pelo logaritmo natural do ativo total da companhia no ano t), END (endividamento da companhia no ano t) e MTB (m*arket to book* da companhia no ano t). As variáveis de controle foram *winsorizadas* a 98%.

Para as variáveis retorno anormal (RA), lucro líquido ajustado (LLA), o *payout* (PAYOUT) e variação do *payout* (VPAYOUT) foi feito tratamento de outliers com Z score, onde foram excluídas observações que apresentaram valores superiores ou inferiores a 3 desvios padrões da média.

A tabela abaixo demonstra a composição da amostra inicial e os tratamentos feitos até chegar na amostra final.

Tabela 1 - Tratamento dos dados

Tratamento	Observações
Observações iniciais	3,787
(-) Células vazias ou observações com erros	(1,365)
(-) Setor financeiro	(173)
(-) Empresas com presença inferior a 80%	(627)
(-) Empresas com *payout* igual a zero	(507)
(-) O*utliers* das variáveis RA, LLA, PAYOUT e VPAYOUT	(52)
(=) Amostra final	1,063

Fonte: dados da pesquisa.

4.2. Definição das variáveis

4.2.1. Variável dependente – retorno anormal

A variável dependente adotada foi o retorno anormal (RA), que representa o excesso de retorno da ação da companhia, calculado da seguinte forma: O retorno da ação foi calculado da seguinte forma: $R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}}\right)$, Em que: $R_{i,t}$ = taxa de retorno da ação i no período [t,t-1]; $P_{i,t}$ = preço da ação i na data t; $P_{i,t-1}$ = preço da ação i na data t-1, em relação ao mercado, calculado da seguinte forma: $Rm_t = \ln\left(\frac{RIBOV_t}{RIBOV_{t-1}}\right)$, onde Em que: Rm_t = taxa de retorno do Ibovespa no período [t,t-1]; $RIBOV_t$ = preço do Ibovespa na data t; $RIBOV_{t-1}$ = preço do Ibovespa na data t-1, em um determinado período. O modelo utilizado foi similar ao das pesquisas de Francis et al. (2005), Sarlo Neto (2009) e Brugni et al. (2012), que consiste no retorno anormal ajustado pelo retorno do mercado, conforme a seguir:

$$RA_{i,t} = R_{i.t} - Rm_t$$

Em que: $RA_{i,t}$ = retorno anormal da ação da empresa i no período t; $R_{i.t}$ = retorno da ação da empresa i no período t; $Rm_{i,t}$ = retorno do mercado no período t. Considerou-se a variação do IBOVESPA como retorno do mercado.

4.2.2. Variáveis independentes

- **Lucro líquido ajustado (LLA)**

$$LLA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{VM_{i,t-1}}$$

Em que: $LLA_{i,t}$ = Lucro líquido ajustado da empresa i no período t; $LL_{i,t}$ = Lucro líquido da empresa i no período t; $VM_{i,t-1}$ = Valor de mercado da empresa i no período t-1.

- ***Payout* (PAYOUT)**

$$PAYOUT_{i,t} = \left(\frac{DIV_{i,t}}{LL_{i,t}}\right)$$

Em que: $PAYOUT_{i,t}$= índice *payout* da empresa i no período t; $DIV_{i,t}$ = Dividendo da empresa i no período t; $LL_{i,t}$ = Lucro líquido da empresa i no período t.

- **Variação do *payout* (VPAYOUT)**

$$VPAYOUT_{i,t} = PAYOUT_{i,t} - PAYOUT_{i,t-1}$$

Em que: $VPAYOUT$ = Variação do índice payout da empresa i no período t; $PAYOUT_{i,t}$ = Valor absoluto do índice payout da empresa i no período t; $PAYOUT_{i,t-1}$ = Valor absoluto do índice payout da empresa i no período t-1.

4.2.3. Variáveis de controle

- **Tamanho (TAM):** a *proxy* adotada do tamanho da empresa é definida como o logaritmo natural do ativo total da empresa.

$$TAM = \ln(AT_{i,t})$$

- **Endividamento (END):** a variável é definida como o quociente do capital de terceiros (Passivo circulante e passivo não circulante) e passivo total da empresa i no período t.

$$END = \frac{CT_{i,t}}{PT_{i,t}}$$

- ***Market to book* (MTB):** a variável é definida como a relação entre o valor de mercado dos ativos divididos pelo valor contábil do patrimônio líquido da empresa i no período t.

$$MTB_{i,t} = \frac{VM_{i,t}}{PL_{i,t}}$$

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

5.1. Estatística descritiva e Correlação

Conforme a apresentação das variáveis e do modelo a ser utilizado na sessão anterior, a seguir, na tabela 2 é apresentada a estatística descritiva das variáveis.

Tabela 2 – Estatística descritiva

Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Min	Max
PAYOUT	1,063	48.09	36.37	88.43	-597.81	673.35
VPAYOUT	1,063	1.81	3.78	159.72	-1,594.35	2,642.83
LLA	1,063	0.08	0.07	0.09	-0.35	0.44
RA	1,063	0.01	0.03	0.37	-1.14	1.13
TAM	1,063	8.45	8.38	1.42	5.60	11.87
END	1,063	0.54	0.54	0.17	0.14	0.88
MTB	1,063	2.39	1.58	2.50	0.25	13.34

Nota: PAYOUT = Índice payout; **VPAYOUT** = Variação do payout; **LLA** = Lucro líquido ajustado; **RA** = Retorno anormal; **TAM** = Tamanho; **END** = Endividamento; **MTB** = Market to book.

É possível observar que o *payout* e a variação do *payout* são as variáveis com maiores desvios padrão. E conforme esperado, a variação do *payout* possui uma dispersão ainda mais acentuada.

Tabela 3 – Correlação de Pearson

Variáveis	LLA	VPAYOUT	PAYOUT	RA	TAM	END
LLA	1					
VPAYOUT	0.07**	1				
PAYOUT	0.05*	0.56***	1			
RA	0.37***	-0.02	-0.02	1		
TAM	-0.02	0.01	0.04	-0.01	1	
END	-0.12***	-0.05*	-0.01	-0.06**	0.24***	1
MTB	-0.09***	-0.01	0.04	0.17***	-0.13***	0.25***

Nota: os asteriscos representam o nível de significância dos coeficientes de Pearson: ***, **, *, significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Na tabela 3 apresenta-se a correlação de Pearson das variáveis do modelo. Não foram encontrados valores elevados (acima de 0,70) de correlação entre as variáveis explicativas, o que pode indicar ausência de multicolinearidade.

Observa-se que a variável lucro líquido ajustado (LLA) possui correlação positiva e significante com o retorno anormal (RA). Entretanto, as variáveis *payout* (PAYOUT) e variação do *payout* (VPAYOUT) apresentaram baixas correlações e não significantes com o retorno anormal (RA) e correlações positivas e significativas com o lucro líquido ajustado (LLA).

Quanto as variáveis de controle, tanto o endividamento (END) quanto o *market to book* (MTB) apresentaram correlação significante com o retorno anormal (RA).

5.2. Resultados da regressão

Segundo Fávero et al. (2009, p.382), as abordagens mais comuns de análise de dados em painel são: a POLS (*pooled ordinary least squares*) que considera o beta de uma variável explicativa igual para todas as observações ao logo do tempo; Efeitos Fixos (*fixed-effects*) que considera as alterações em cada observação ao longo do tempo; e a abordagem de Efeitos Aleatórios (*random-effects*), que refletem as diferenças do intercepto de cada empresa no termo do erro. Nessa pesquisa os modelos são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários com dados empilhados. Em dados não reportados, estimou-se o modelo sob a abordagem de efeitos fixos e efeitos aleatórios e os resultados foram similares aos apresentados. Além disso, nenhuma variável do modelo apresentou VIF (*Variance Inflation Factor*) maior que 10, sendo assim pode-se considerar que não há problemas de colinearidade.

O modelo da equação 1 busca verificar se o retorno anormal é melhor explicado quando se considera também a variação do *payout*. Com base na tabela 4, verifica-se que a variação do *payout* tem impacto negativo no retorno anormal, enquanto o *payout* foi insignificante. Entretanto, ao analisar o efeito da interação dessas variáveis com o lucro líquido ajustado, os resultados indicam somente que a variação é positivamente significante para explicar a relação entre o retorno das ações e o lucro líquido ajustado. Dessa forma, os resultados indicam que o impacto positivo da variação do *payout* sobre o retorno anormal das ações está condicionada aos lucros, sugerindo que, no ambiente brasileiro, a variação possui mais conteúdo informacional que o *payout* por si só. Uma possibilidade é que devido a obrigatoriedade de distribuição de dividendos no Brasil, a atenção recaia mais sobre a variação da parcela do lucro a ser distribuída, comprovando a hipótese 1 desta pesquisa.

Quanto às variáveis de controle, todas apresentaram coeficientes significantes, de modo que a informatividade dos lucros é maior para empresas maiores (TAM), com maiores oportunidades de crescimento (MTB) e menor para empresas mais endividadas (END).

Tabela 4 – Resultados da regressão

	Variável dependente: RA
LLA	1.668***
	(0.176)
PAYOUT	-0.00002
	(0.000)
VPAYOUT	-0.0002**
	(0.000)
LLA * PAYOUT	-0.001
	(0.003)
LLA * VPAYOUT	0.003***
	(0.001)
TAM	0.014*
	(0.008)
END	-0.204***
	(0.064)
MTB	0.035***
	(0.005)
Constant	-0.217***
	(0.071)
Observations	1,063
R^2	0.194
Adjusted R^2	0.188
Residual Std. Error	0.33
F Statistic	31.783***
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

Adicionalmente, analisou-se a amostra de forma estratificada por variação do *payout* positiva e negativa, conforme tabela 5. Verificou-se que, quando a variação é positiva, somente o lucro líquido ajustado é significante para explicar o retorno das ações. Sendo assim, quando há um aumento do *payout* de um ano para o outro, o mercado dá mais atenção aos lucros do que à fração desse lucro que vai ser distribuída. Quando a variação é negativa, o *payout* por si só se torna significante, indicando um impacto positivo do *payout* sobre o retorno das ações. Além disso, para a sub amostra que apresentou variação negativa, a interação entre o lucro e a variação do *payout* se mantém positiva e significante, indicando que o impacto positivo da variação do *payout* sobre o retorno anormal é condicionado ao lucro, comprovando a hipótese 2 desta pesquisa.

	Variável Dependente: RA	
	VPAYOUT POSITIVO	VPAYOUT NEGATIVO
LLA	1.530***	1.542***

	(0.328)	(0.228)
PAYOUT	-0.0003	0.001***
	(0.000)	(0.000)
VPAYOUT	-0.0002	-0.0002
	(0.000)	(0.000)
LLA * PAYOUT	-0.001	0.002
	(0.004)	(0.004)
LLA * VPAYOUT	0.004	0.003***
	(0.003)	(0.001)
Constant	-0.296***	-0.06
	(0.095)	(0.105)
Variáveis de controle	SIM	SIM
Observations	605	458
R^2	0.166	0.267
Adjusted R^2	0.155	0.254
Residual Std. Error	0.334	0.319
F Statistic	14.843***	20.405***
Note:		*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

6 Conclusões

O presente trabalho analisou uma amostra de 171 empresas não financeiras listadas na B3 para identificar se a variação do *payout* contribui na informatividade dos lucros para explicar o preço das ações. Não foi possível rejeitar a hipótese nula, uma vez que o coeficiente do lucro interagido com a variação do *payout* foi positivo e significante. Sarlo Neto (2009) argumenta que devido a obrigatoriedade de distribuição no mercado brasileiro, a divulgação do lucro contábil tem por consequência a distribuição de dividendos aos acionistas, sendo assim, é possível que a relevância recaia sobre os lucros. Sob este raciocínio, quando há lucro, o mercado se preocupará com a parcela desse lucro que será distribuída em comparação ao ano anterior (variação) como forma de analisar o desempenho da empresa.

Além disso, a análise da amostra estratificada por variação do payout positiva e negativa demonstrou que somente a variação do payout negativa aumenta a informatividade dos lucros, uma vez que quando a variação é positiva somente o lucro apresentou significância estatística para explicar o retorno anormal. Esse resultado é diferente do esperado visto que, baseada na hipótese da sinalização, o mais provável era que reduções na parcela dos dividendos ocasionariam em quedas nos preços das ações, entretanto quando interagido com os lucros, a variação do payout se torna positiva para explicar o retorno anormal.

A influência dos percentuais mínimos obrigatórios definidos em estatuto é uma limitação dessa pesquisa, bem como fatores como estrutura de propriedade e governança corporativa. Nesse sentido, sugere-se para futuras pesquisas a análise considerando tais fatores. Além disso, como limitação do trabalho é possível destacar o fato de não considerar a política de dividendos específica de cada empresa, o que de acordo com Baker, Powell e Veit (2002), pode ser mais eficiente em resolver o "enigma" dos dividendos.

REFERÊNCIAS

AHARONY, J.; SWARY, I. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. **The Journal of Finance**, v. 35, n. 1, p. 1–12, 1980.

ASQUITH, P.; MULLINS, D. W. Signalling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues. **Financial Management**, v. 15, n. 3, p. 27–44, 1986.

BAKER, H. K.; POWELL, G.; VEIT, E. T. Revisiting the dividend puzzle: Do all of the pieces now fit? **Review of Financial Economics**, v. 11, n. 4, p. 241–261, 2002.

BEAVER, W. H. Perspectives on Recent Capital Market Research. **The Accounting Review**, v. 77, n. 2, p. 453–474, abr. 2002.

BHATTACHARYA, S. Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. **Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259–270, 1979.

BLACK, F. The Dividend Puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, v. 2, n. 2, p. 5–8, 31 jan. 1976.

DENIS, D. J.; DENIS, D. K.; SARIN, A. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 29, n. 4, p. 567–587, dez. 1994.

EASTON, P. D.; HARRIS, T. S. Earnings As an Explanatory Variable for Returns. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 1, p. 19–36, 1991.

FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, n. 2, p. 329–360, jun. 2005.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 2, p. 149–175, 1 set. 1988.

LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97–113, 1956.

MICHAELY, R.; THALER, R. H.; WOMACK, K. L. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? **The Journal of Finance**, v. 50, n. 2, p. 573–608, jun. 1995.

MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend Policy under Asymmetric Information. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031–1051, 1 set. 1985.

SILVA, R. L. M. DA; NARDI, P. C. C.; TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 13, n. 29, p. 179–202, 26 ago. 2016.