



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CARIRI
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO**

PEDRO IGOR DE SOUSA DAMASCENO

**ANÁLISE DO EFEITO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL SOBRE O
PAGAMENTO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

JUAZEIRO DO NORTE - CE

2017

PEDRO IGOR DE SOUSA DAMASCENO

ANÁLISE DO EFEITO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL SOBRE O PAGAMENTO
DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Administração do Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Cariri, como parte dos requisitos para obtenção do diploma de Bacharel em Administração; Áreas de concentração: Finanças corporativas e Gestão estratégica.

Orientadora: Prof^a. Ma. Polyandra Zampiere Pessoa da Silva

JUAZEIRO DO NORTE - CE

2017

Dados Internacionais de Catalogação na
Publicação Universidade Federal do Cariri
Sistema de Bibliotecas

-
- D155a Damasceno, Pedro Igor de Sousa.
 Análise do efeito da assimetria informacional sobre o pagamento de dividendos das empresas
brasileiras / Pedro Igor de Sousa Damasceno. – 2018.
 46 f., enc. ;30 cm.
- Monografia (Graduação) - Universidade Federal do Cariri, Centro de Ciências Sociais
Aplicadas, Curso de Administração, Juazeiro do Norte, 2018.
 Orientação: Profa. Ma. Polyandra Zampiere Pessoa da Silva.
1. Assimetria informacional. 2. Política de dividendos. 3. Mercado brasileiro. I. Título.

CDD 658.9

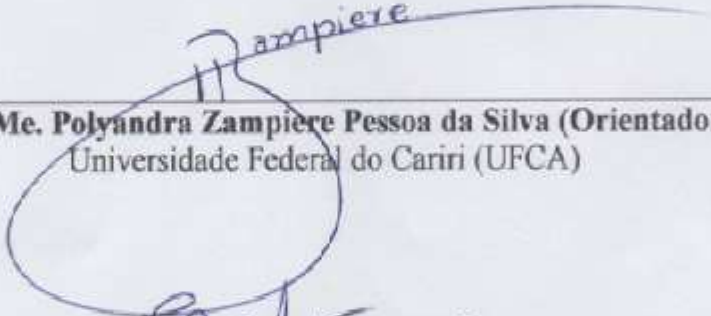
Bibliotecário: Jorge dos Santos Nogueira - CRB 3/1218

TERMO DE APROVAÇÃO


PEDRO IGOR DE SOUSA DAMASCENO

**ANÁLISE DO EFEITO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL
SOBRE O PAGAMENTO DE DIVIDENDOS DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**


COMISSÃO EXAMINADORA:



Profa. Me. Polyandra Zampiere Pessoa da Silva (Orientadora)
Universidade Federal do Cariri (UFCA)



Prof. Dr. Elias Pereira Lopes Júnior
Universidade Federal do Cariri (UFCA)



Prof. Dr. Rodolfo Jakov Saraiva Lôbo
Universidade Federal do Cariri (UFCA)

Juazeiro do Norte/CE, 12 de dezembro de 2017

RESUMO

Esta pesquisa teve por objetivo identificar de que forma a assimetria informacional influencia o pagamento de dividendos das empresas listadas no mercado acionário brasileiro. A amostra compôs-se de todas as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3), excluindo-se as financeiras e de seguros, entre o período de 2010 a 2016. Coletaram-se os dados contábeis e de mercado do banco de dados Thomson Reuters®. Como *proxy* para assimetria utilizou-se a dispersão das previsões dos analistas de mercado para o lucro das ações, baseando-se no modelo de Li e Zhao (2008), Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010), Neves (2011), e Lin, Chen e Tsai (2017). Para análise do efeito da assimetria sobre o pagamento de dividendos, utilizou-se o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os dados obtidos evidenciam que a dispersão das previsões dos analistas de mercado para o lucro das ações apresentou um poder explicativo de 33,97% em relação à variação no pagamento de dividendos. Os resultados indicam que a assimetria de informações tem um efeito negativo e significativo estatisticamente a 1% sobre o pagamento de proventos. Diante dessa evidência a hipótese de pesquisa, de que existe um efeito negativo da assimetria informacional sobre a política de dividendos das organizações presentes no mercado acionário brasileiro, não pode ser rejeitada. Além disso, verificou-se que a listagem no segmento Novo Mercado, tem uma relação positiva com a assimetria, indicando que as empresas listadas nesse segmento tendem a pagar mais dividendos, conforme previsto na literatura, devido sua maior transparência. Quanto ao *dividend yield* os resultados evidenciam que, as empresas atuantes com uma maior rentabilidade nos dividendos realizam maior nível de *payout*. Em relação ao tamanho das companhias, esta não demonstrou um resultado significativo estatisticamente com os dividendos. Ademais, de acordo com os dados obtidos, verificou-se que o excesso de *dividend payout* atua como ferramenta para mitigar possíveis problemas de agência nas organizações. Nesse sentido, com base nos resultados, observou-se que a assimetria tem um efeito negativo sobre a política de dividendos das empresas. Logo, os investidores devem considerá-la no processo de tomada de decisão dos seus investimentos. Por fim, as conclusões obtidas nesta pesquisa devem ficar restritas à amostra utilizada.

Palavras-chave: Assimetria informacional; Política de dividendos; Mercado brasileiro.

ABSTRACT

This research aimed to identify how informational asymmetry influences the payment of dividends of listed companies in the Brazilian stock market. The sample consisted of all companies listed in Brasil Bolsa Balcão (B3), excluding financial and insurance, between the period from 2010 to 2016. The accounting and market data of the Thomson Reuters® database were collected. As a proxy for asymmetry, we used the dispersion of predictions of market analysts for stock earnings, based on the model of Li and Zhao (2008), Drobetz, Grüninger and Hirschvogel (2010), Neves (2011), and Lin, Chen and Tsai (2017). To analyze the effect of asymmetry on the payment of dividends, the Ordinary Least Squares (OLS) method was used. The data obtained show that the dispersion of the market analysts' forecasts for stock profits presented an explanatory power of 33.97% in relation to the variation in the payment of dividends. The results indicate that the information asymmetry has a statistically negative and statistically significant effect of 1% on the payment of earnings. In view of this evidence, the hypothesis of research, that there is a negative effect of the informational asymmetry on the dividend policy of the organizations present in the Brazilian stock market, can not be rejected. In addition, it was verified that the listing in the Novo Mercado segment has a positive relation with the asymmetry, indicating that the companies listed in this segment tend to pay more dividends, as predicted in the literature, due to their greater transparency. As for the dividend yield, the results show that the companies with higher dividend yields perform higher payout levels. In relation to the size of the companies, this did not show a statistically significant result with the dividends. In addition, according to the data obtained, it was verified that the excess of dividend payout acts as a tool to mitigate possible agency problems in organizations. In this sense, based on the results, it was observed that the asymmetry has a negative effect on the corporate dividend policy. Therefore, investors should consider it in the decision-making process of their investments. Finally, the conclusions obtained in this research should be restricted to the sample used.

Keywords: Informational asymmetry; Dividend policy; Brazilian market.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1- Resumo dos principais trabalhos que analisaram o efeito da assimetria de informações sobre a distribuição de dividendos das organizações.....	26
Quadro 2- Variáveis Explicativas de Controle e Relação Esperada	33
Quadro 3 - Comparação entre as Relações Esperadas e Encontradas	40

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra da Pesquisa	30
Tabela 2 - Testes para identificação do tipo de dado em painel utilizado	32
Tabela 3 - Estatísticas Descritivas.....	36
Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson	37
Tabela 5 - Teste de Fator de Inflação da Variância (VIF)	37
Tabela 6 - Resultados da Equação (1).....	38

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 OBJETIVO GERAL	12
1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	12
1.3 JUSTIFICATIVA.....	12
1.4 ESTRUTURA DA PESQUISA	14
2 REVISÃO DA LITERATURA	15
2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	15
2.2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	19
2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	22
2.4 HIPÓTESE DE PESQUISA	27
3 METODOLOGIA	29
3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS	29
3.2 DESCRIÇÃO DO MODELO ECONOMÉTRICO	30
4 ANÁLISE DOS DADOS.....	36
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA	36
4.2 ANÁLISE DO PAINEL E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	38
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
REFERÊNCIAS	43

1 INTRODUÇÃO

A política de dividendos, na ótica da empresa, representa a parcela do lucro líquido que será distribuída aos acionistas, assim como a porcentagem deste que ficará disponível a empresa. Os procedimentos relativos à política de dividendos em conjunto com as deliberações de financiamento e investimento, configuram diretrizes essenciais para a gestão do negócio, uma vez que os administradores tomam decisões objetivando maximizar o retorno financeiro e o crescimento do empreendimento (LOSS; SARLO NETO, 2003; SALSA, 2010; FONTELES *et al*, 2012).

Enquanto que na ótica dos credores, os dividendos representam a remuneração do capital que lhe fora investido na companhia (HOLANDA; COELHO, 2012). Conforme Fonteles *et al*. (2012) a política de dividendos pode atuar de forma decisiva na escolha dos investidores aplicarem seus recursos na empresa. É importante ressaltar que no Brasil a distribuição de dividendos desde os anos 2000 vêm apresentado aumentos significativos, correspondendo à alíquota de 65% do lucro líquido das corporações e atingindo o montante de 80 bilhões de reais no ano de 2009 (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; NEVES, 2011).

Para Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) ainda não é possível determinar com exatidão como a política de dividendos é estabelecida pelas companhias, e tão pouco quais expectativas, os investidores apresentam em relação a aquelas. Contudo, diversos estudos (MILLER; MODIGLIANI, 1961; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; NEVES, 2011) têm sido realizados buscando entender quais fatores podem afetar as políticas de dividendos das firmas.

A teoria da irrelevância de Miller e Modigliani (1961), baseando-se em um mercado perfeito, defendem que a política de dividendos da firma deveria ser irrelevante para o valor da empresa, tendo seu valor baseado por seu fluxo de caixa futuro. No entanto, quando se analisa a aplicação prática dos dividendos mediante imperfeições de mercado, diversas teorias contrárias à da irrelevância são elencadas, tais como: teoria do pássaro na mão ou relevância, teoria da agência, efeito clientela, teoria da sinalização e a *Pecking Order Theory* (POT), uma vez que estas possibilitam uma maior compreensão empírica sobre o tema.

Neste aspecto, Deshmukh (2005) e Martins e Famá (2012), argumentam que estudos tratantes da aplicação da política de dividendos, em mercados de capitais, são

explicados mediante relação dos primeiros, com os custos de agência, assimetria de informação e efeito clientela. Quanto à assimetria informacional, essa se evidencia através da *Pecking Order Theory* (POT), desenvolvida por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), e pela teoria da sinalização de Miller e Rock (1985).

A primeira teoria preconiza a existência de disparidade de dados entre gestores e novos acionistas, fazendo com que a emissão de ações se torne uma opção mais dispendiosa e menos interessante para as organizações. Enquanto a teoria da sinalização, indica que os administradores utilizam dividendos para repassar informações ao mercado, sinalizando previsões quanto ao desempenho futuro da firma, uma vez que os gestores, são melhores informados sobre o estágio atual do empreendimento do que os investidores (DE MEDEIROS; DAHER, 2005; MORREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).

Nesta ótica, inúmeros estudos foram realizados (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; LI; ZHAO, 2008; DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010; NEVES, 2011; AGGARWAL; CAO; CHEN, 2012; MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012; KALAY, 2014; MARTINS; PAULO, 2014; SHARIF; LAI, 2015; FAROOQ; SHEHATA; NATHAN, 2017; LIN; CHENG; TSAI, 2017) visando identificar o efeito da assimetria de informação sobre a política de dividendos, tanto nacional como internacionalmente.

Os estudos citados acima tem apresentados resultados conflitantes, variando conforme metodologia utilizada e especificações dos mercados de capitais em que foram aplicados. No entanto, a teoria da agência destaca que, na medida em que ocorre um aumento da assimetria informacional e do fluxo de caixa livre das companhias os administradores podem atuar visando atender a seus próprios benefícios, repassando a maior parte dos recursos que seriam destinados aos dividendos, para os investimentos corporativos, afim de reduzindo a necessidade de capital externo na empresa, pois, como destaca a POT, aquela opção de capitalização apresenta elevados custos de capital, o que em tal contexto, faz com que os gestores destinem a menor parte dos recursos financeiros em excesso para os proventos, afim de promover um aumentando na expectativa dos investidores, como enfatiza a teoria da sinalização.

Diante do exposto, buscando contribuir para a literatura sobre a temática, o presente estudo tem como problema de pesquisa: Qual a influência da assimetria informacional sobre o pagamento de dividendos das empresas listadas no mercado acionário brasileiro?

1.1 OBJETIVO GERAL

Identificar de que forma a assimetria informacional influencia o pagamento de dividendos das empresas listadas no mercado acionário brasileiro.

1.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

Para alcançar o objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

(a) Investigar o poder explicativo da variável utilizada de assimetria de informação no pagamento de dividendos das organizações;

(b) Identificar se o tamanho da empresa interfere no efeito da assimetria sobre o pagamento de dividendos; e,

(c) Averiguar se o segmento de listagem Novo Mercado interfere sobre o pagamento de dividendos das companhias;

1.3 JUSTIFICATIVA

As decisões de dividendos apresentam significativa relevância para as organizações, pois, se configuram como uma das decisões financeiras de grande impacto na gestão do negócio, além de representarem um montante substancial de capital pago aos acionistas. Esse último fator é evidenciado no Brasil pelo aumento na parcela do lucro líquido que é destinado a distribuição de proventos pelas companhias, em que, entre os anos de 1995 a 2000 aqueles correspondiam a 20% dos seus rendimentos corporativos, porém no ano de 2009 essa alíquota atingiu 65% do lucro líquido empresarial, demonstrando uma tendência de crescimento na distribuição de

dividendos no país (SILVA; BRITO, 2005; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; NEVES, 2011).

Conforme Kalay (2014) a diminuição da assimetria de informação é um fator essencial para as empresas reduzirem o seu fluxo de caixa livre, até então, destinado aos seus investimentos futuros, e dessa forma, repassando tal montante para os dividendos pagos aos seus acionistas. Destaca-se que essa redução assimétrica de informação também possibilita as firmas, mitigarem os seus problemas oriundos dos custos de agência, e, por conseguinte permite a aquelas reduzirem a sua distribuição de proventos.

Dessa forma, o referido autor argumenta que empresas de maior porte empresarial tendem a pagar um montante mais elevado de dividendos, em detrimento a companhias menores, que em um ambiente de baixa disparidade de dados, optam por reduzir a sua oferta de proventos ao mercado, preferindo destinar aqueles ao custeio dos seus investimentos corporativos.

Nessa perspectiva a compreensão sobre a parcela do lucro líquido a ser distribuída pelas companhias ao mercado, configura como um dos principais temas na área de finanças, tendo em vista que os administradores necessitam desta informação, para tomar decisões, quanto ao valor adequado a ser distribuído em dividendos, bem como a percepção dos agentes de mercado acerca destas quantias pagas, pois, a valoração da firma está diretamente relacionada a perspectiva de crescimento futuro e seu risco de financiamento, em que, ambos os fatores estão diretamente relacionados aos proventos (LOSS; SARLO NETO, 2003; ZANON; ARAUJO; NUNES, 2017).

Desta maneira, a compreensão de que os gestores em ambientes de elevada assimetria informacional, podem atuar discretamente, a fim de maximizarem a disponibilidade de capital para os investimentos corporativos, não repassando todas as informações acerca do custeio organizacional aos proprietários, se configura como um dado relevante os investidores, tendo em vista que estes objetivam uma alocação eficiente de recursos. Como endossa Assaf Neto (2014), a retenção do lucro pelos executivos poderá ocorrer, caso os projetos futuros se configurem como uma melhor alternativa de retorno econômico, em detrimento a remuneração dos credores.

Esse fator ganha maior ênfase em momentos de crise financeira, como evidenciado por Denardin, Nunes e Meurer (2008), ao defenderem que em situações de adversidade econômica, os mercados de capais emergentes passam a se caracterizar pela enorme disparidade de dados entre os seus agentes, fazendo com que a atuação de mecanismos de governança não consiga sanar essa disparidade, devido a elevada

assimetria presente no ambiente corporativo, o que facilita a atuação dos administradores objetivando benefícios próprios, mediante expropriação dos interesses dos proprietários (DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Assim, os resultados encontrados por essa pesquisa poderão facilitar a compreensão sobre as políticas de dividendos das companhias atuantes no mercado brasileiro, haja vista, o caráter ainda em construção acerca dessa temática, em que os achados sobre o assunto tanto em âmbito nacional como internacional, não são considerados integrais e irrefutáveis, uma vez que figuram explicações parciais no tocante a essa relação (ASSAF NETO, 2014).

No que concerne à sociedade o estudo pretende gerar informações que auxiliem os agentes econômicos e pesquisadores a compreenderem o impacto da assimetria de informação sobre o pagamento de dividendos organizacionais, para que os primeiros aloquem seus recursos de forma apropriada e os últimos compreendam o cenário atual enfrentado pelas companhias no mercado de capitais. Ademais os resultados podem demonstrar a necessidade de um maior acompanhamento dos sócios/proprietários quanto a atuação dos gestores, a fim de reduzir as diferenças de informação.

1.4 ESTRUTURA DA PESQUISA

Esta pesquisa está estruturada em cinco seções, incluindo esta introdução, que faz parte da primeira. A segunda seção apresenta uma breve discussão a respeito da política de dividendos e assimetria informacional, e evidências empíricas acerca do efeito da assimetria sobre a distribuição de proventos. A terceira, por sua vez, descreve os dados e os procedimentos metodológicos utilizados. A quarta evidencia os resultados provenientes da investigação empírica. E, por último, a quinta seção, apresenta a conclusão.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Esta seção apresenta a revisão da literatura do estudo, a qual aborda a respeito da política de dividendos, assimetria informacional e evidências empíricas sobre a temática.

2.1 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

O processo decisório das organizações, na área de finanças corporativas, envolve diretamente três pilares: política de investimentos, financiamento e de dividendos. A política de dividendos representa uma deliberação da gestão empresarial, referente à parcela do lucro líquido que será distribuída aos seus acionistas (FONTELES *et al*, 2012), ou seja, corresponde a uma das formas pelas quais os investidores podem ser remunerados por seus recursos.

Conforme Holanda e Coelho (2012) o estabelecimento de tal deliberação impacta diretamente nas políticas de investimento e financiamento da organização, uma vez que ao direcionar o lucro para o pagamento de dividendos, os novos investimentos deverão ser financiados por outras fontes de recursos. Forti, Peixoto e Alves (2015) endossam que a política de dividendos tem uma influência incontestável nas decisões empresariais, pois, pode alterar completamente o processo de funcionamento da gestão, causando alavancagem financeira, redução do volume de caixa disponível, processo de fusões e aquisições, entre outros fatores.

Black (1996) destaca que muitas das decisões sobre a política de dividendos não parecem estar alinhadas as necessidades das organizações, tornando essas um enigma a ser desvendado. Adicionalmente, Verdi (2001) endossa que tal temática tem gerado discussões polêmicas, tendo em vista as dificuldades de interpretar as perspectivas dos gestores ao distribuírem proventos/dividendos.

Estudos iniciais no tocante a política de dividendos, são destacados por Lintner (1956), que realizou uma pesquisa com 28 companhias americanas através de entrevistas com administradores de alto escalão e análise das provisões pagas. O autor observou que o mercado de capitais americano objetivava o crescimento gradual e a

estabilidade na distribuição de dividendos, também observando que mesmo na alteração dos lucros correntes das firmas, os executivos mantinham o pagamento de proventos, com o intuito de repassar consistência financeira aos investidores.

O trabalho de Lintner (1956) mostrou-se de suma importância, devido a sua observação na forma como a determinação da política de proventos tinha caráter prioritário, fazendo com que posteriores adequações no tocante as necessidades de investimento e endividamento empresarial fossem tomadas a partir da primeira. Da mesma forma, a utilização de dividendos como sinalizadores ao mercado e a postura conservadora das companhias no estabelecimento dos mesmos, também se caracterizam como observações relevantes do seu estudo, uma vez que, organizações eram premiadas pelos investidores, pois, viam com bons olhos tal solidez financeira.

Posteriormente, tal pesquisa foi uma das que ocasionaram a teoria do Pássaro na Mão, cuja mesma defendia a preferência dos investidores em optar por corporações que pagavam dividendos, uma vez que, seria melhor para estes obter ações garantidoras de distribuição de lucros na sua mão, do que ter de lidar com ganhos de capitais futuros, incertos e imprevisíveis do mercado (MARTINS; FAMÁ, 2012).

Por outro lado, Miller e Modigliani (1961), mediante abordagem empírica, argumentaram que o valor das companhias seria estabelecido apenas pelo risco dos seus empreendimentos e pela capacidade dos seus ativos em gerar lucros. Haja vista, a irrelevância dos dividendos para os investidores, uma vez que aqueles não influenciariam a valoração de mercado das empresas.

Tais abordagens dicotômicas são ressaltadas por Procianny e Verdi (2003) ao argumentarem que teorias sobre a relevância ou não da distribuição de proventos são comuns na literatura. Neste sentido, Assaf Neto (2014) defende que cada posicionamento oferta uma parcela de explicação acerca do assunto, no entanto, essas perspectivas não devem ocasionar solutos definitivos e integrais. Ratificando, Loss e Sarlo Neto (2003), e Silva, Araújo e Monte (2015) expõem a existência de grupos teóricos, que compreendem a política de dividendos mediante diferentes abordagens, a saber: i) Teoria da agência; ii) Efeito clientela; iii) *Pecking Order Theory* (POT); e, iv) Teoria da sinalização.

No tocante a conflitos de agenciamento, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram em seu estudo seminal, a teoria da agência amparada pelas relações estabelecidas em contratos nas firmas, que designavam os administradores tidos como agentes para a gestão do negócio e os proprietários denominados de principal como

provedor dos recursos, de modo que o primeiro tem como fito a longevidade da organização e o último objetiva a maximização do seu lucro e a mais valia de suas ações (CARVALHO, 2002).

Desta forma a política de dividendos atua como um mecanismo controlador do agente pelo principal, por ocasionar a redução do fluxo de caixa livre da organização fazendo com que os investimentos sejam concentrados em projetos que assegurem menor risco organizacional, podendo obrigar a companhia a adquirir recursos externos para seu próprio custeio. Todavia, o monitoramento dos administradores mediante aquela opção se encontra mais favorável e menos onerosa do ponto de vista financeiro dos proprietários (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; ROCHA *et al*, 2012).

No que se refere ao efeito clientela, Miller e Modigliani (1961), identificaram a existência de preferência do investidor em receber rendimentos menos tributados. Desta forma, se os dividendos apresentarem menor taxaço em relação a ganhos de capital, o primeiro será mais cobiçado, uma vez que proporcionará maior rendimento líquido.

Nesse sentido, Fonteles *et al.* (2012), e Holanda e Coelho (2012) observam que no Brasil a taxaço sobre dividendos é nula, logo ocorre um fenômeno que empurra as firmas do país a trabalharem com proventos, fazendo com que a existência do efeito clientela, caso haja, se faça presente através de condições específicas do mercado de capitais nacional.

No tocante a assimetria de informação e sua relação com a política de dividendos, a teoria de hierarquia das fontes (POT) ressalta que a disparidade de dados entre gestores e novos investidores, resulta em um custeio mais oneroso para as firmas, quando estas emitem novas ações, pois, na medida em que assimetria informacional aumenta, as garantias de retorno financeiro para os credores diminuem, fazendo com que os últimos necessitem de rendimentos maiores para o capital que lhe fora investido na companhia (DE MEDEIROS; DAHER, 2005; SILVA; ARAÚJO; MONTE, 2015).

Dessa forma, a emissão de novas ações figura como opção menos cogitada pelos administradores devido ao custo de capital inerentes a essa alternativa de capitalização, priorizando a utilização de recursos internos, contudo, devido às necessidades de financiamento do empreendimento, passam a operar com o capital externo, optando inicialmente pela emissão de dívidas e como última alternativa a disponibilização de novas ações ao mercado para angariar fundos (MYERS, 1984; MYERS; MAJLUF, 1984).

Quanto à teoria de sinalização, essa indica que os gerentes das companhias são melhores informados quanto ao estágio atual do negócio dos que os seus acionistas, haja vista, as funções desempenhadas no dia a dia organizacional que conferem aos primeiros à posse de inúmeros dados corporativos (MORREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).

Com isso, a fim de atenuar tal problemática presente nas imperfeições de mercado, os administradores fazem uso dos dividendos com a finalidade de divulgar informações aos *stakeholders*, e assim, repassar sinais quanto ao desempenho futuro da firma, de modo que a alteração em tal política poderá ocasionar valorização, caso ocorra aumento, ou desvalorização, em situação de corte, na precificação de mercado da companhia, uma vez que aquela está diretamente relacionada à expectativa dos investidores (LOSS; SARLO NETO, 2003).

Entretanto, Silva *et al.* (2015) destacam que essa sinalização feita ao mercado deve incorrer custos a empresa, pois somente de tal maneira seria possível atingir a valorização esperada pelos executivos, uma vez que, essa tende a ser superior aos seus dispêndios financeiros, devido a futuros recursos que serão alocados pelos *insiders* na companhia. É importante ressaltar que os autores defendem a necessidade das organizações divulgarem informações relevantes e honrarem tais sinalizações feitas aos *stakeholders*, pois, perdas de expectativas podem resultar no efeito contrário ao que fora almejado pelos gestores.

Assim, por todo o exposto, nota-se que os pesquisadores vêm buscando compreender a atuação da política de dividendos por meio de diversas teorias, todavia, devido às falhas e a dinâmica do mercado, não foi estabelecida uma única abordagem capaz de assimilar o assunto por completo, desta maneira, tais perspectivas compõem uma gama de solutos que são capazes de explicar a prática de dividendos, não devendo ser tratados como irrefutáveis ou indiscutíveis, devido ao seu caráter ainda em construção.

No entanto, apesar dos proventos constituírem um caráter enigmático para os pesquisadores, destaca-se cada vez mais a figura da assimetria informacional e sua atuação tanto interna como externa as organizações, como exposto pelas teorias da agência, sinalização e hierarquia das fontes (POT), em que, neste contexto confere-se aos executivos uma posição de vantagem em relação aos investidores/proprietários, mediante disparidade de dados, proporcionando aos primeiros, a posse de diversas informações acerca do negócio, o que ocasiona uma relação de dependência dos sócios

com os gestores empresarias (BLACK, 1996; CARVALHO *et al*, 2010; DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010; MORREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012), fator esse que será abordado na seção seguinte.

2.2 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

No ambiente das organizações, a assimetria informacional é enfatizada pela teoria da agência, em que Jensen e Meckling (1976) retratam a possibilidade de conflitos entre o agente e o principal, o que ocasiona na maioria das vezes, na existência de disparidade de dados entre ambas as partes componentes do negócio (DE OLIVEIRA; PAULO; MARTINS, 2013).

Quanto a tais desacordos, estes são destacados devido às diferenças de interesses, pois como já ressaltado, os administradores objetivam a solidez e a longevidade da corporação, e os proprietários visam o aumento da sua rentabilidade, desta forma, os primeiros por possuírem mais dados qualitativos e/ou quantitativos sobre a companhia, podem atuar de maneira oportunista, repassando informações incompletas aos últimos, isto é, assimétricas, visando à maximização do capital disponível para os investimentos corporativos (NASCIMENTO; REGINATO, 2008; CARVALHO *et al*, 2010; SILVA; ARAÚJO; MONTE, 2015; KUDLAWICZ-FRANCO; BACH; SILVA, 2016).

Tal problemática destacada pela disparidade de dados entre gestores e sócios, afeta diretamente as empresas, como é salientado por Jensen e Meckling (1976) ao destacarem a figura dos custos de agência, que resultam nos seguintes dispêndios financeiros: (a) despesas de monitoramento das atividades dos agentes pelo principal; (b) gastos realizados pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais a esse; (c) perdas residuais devido a eventuais divergências entre o agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Essa desconfiança com relação aos agentes por parte do principal reside no fato de que os dividendos distribuídos aos investidores são retirados do lucro líquido empresarial, reduzindo a disponibilidade de fluxo de caixa para os investimentos da firma, nessa situação, os administradores necessitam tomar decisões quanto aos projetos

que serão destinados os recursos disponíveis, elencando investimentos de menor incerteza ou valor presente líquido (VPL) positivo (ROCHA *et al*, 2012).

Contudo, em situações de elevada assimetria informacional os gestores passam a atuar de forma mais discreta, reduzindo os dados repassados aos sócios com intuito de se beneficiarem, pois, os últimos podem acreditar que esse elevado fluxo de caixa livre, se apresenta de maneira condizente com as necessidades de custeio dos investimentos corporativos, no entanto, diante desse aumento de recursos, os executivos podem destiná-los a projetos improdutivos, que proporcionaram ganhos pessoais, ou até mesmo com VPL negativo (LOSS; SARLO NETO, 2003; DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Nessa perspectiva, os custos de agência destacados anteriormente, em conjunto com os dividendos, proporcionam o alinhamento entre gestores e proprietários, uma vez que a liberdade de escolha quanto às decisões de investimento por parte dos primeiros serão mitigadas mediante menor disponibilidade de recursos e maior acompanhamento do principal (JENSEN; MECKLING, 1976; LOSS; SARLO NETO, 2003).

Dessa maneira, as informações norteiam as tomadas de decisões das empresas, com isso, dados referentes à própria firma ou aos seus concorrentes são considerados de grande valia para os gestores. No entanto, tal magnitude informacional não deve ser restrita apenas as organizações, haja vista o impacto que as primeiras ocasionam em diversos mercados de capitais pelo mundo, em que, inúmeras resoluções e leis visam à transparência e divulgação equânime de informações, ao alcance do público geral (KUDLAWICZ-FRANCO; BACH; SILVA, 2016; MARTINS; PAULO; GIRÃO, 2016).

O primeiro estudo que tratou do impacto da assimetria informacional em mercados de capitais foi o de Akerlof (1970), que compreendeu esse fenômeno observando o comércio de carros usados dos Estados Unidos, cujas informações se concentravam nos agentes, e os compradores atuavam com relutância em pagar o valor de mercado por desconhecer o histórico do bem, não podendo desta forma, atestar sua qualidade, cujas transações segundo o autor ocorriam sempre abaixo do seu real valor.

Nessa ótica, a assimetria informacional resulta em vários problemas nos mercados de capitais, como: quedas nos preços das ações, problemas de liquidez, falta de confiança e o afastamento de investidores. A respeito desse assunto Myers e Majluf (1984) argumentam que a precificação e valoração das corporações podem ocorrer de forma equivocada, ao passo que os investidores não possuem a totalidade das

informações. Para sanar tais falhas de mercado e se proteger contra futuras perdas, os investidores diminuem ou aumentam os preços que estão dispostos a pagar ou a vender ações (DE REZNDE; ALMEIDA; LEMES, 2015).

Neste cenário, a teoria da sinalização passa a ganhar destaque, uma vez que os dividendos são utilizados para repassar informações sobre o desempenho futuro do negócio aos investidores, reduzindo a assimetria informacional presente no mercado (MORREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012). Acerca desse assunto, Lintner (1956) argumenta que os proventos distribuídos de forma crescente e constante são valorizados pelos credores, por representarem uma perspectiva sólida e de prosperidade financeira.

Quanto às mediadas aplicadas pelos investidores para se precaverem de problemas relacionados à assimetria de informação no mercado de capitais, essas se relacionam com a POT, pois, a disparidade de dados entre gestores e novos investidores, pode ocasionar em uma alternativa de financiamento mais onerosa para as firmas, mediante emissão de novas ações, e, devido a menor disponibilidade de dados acerca do negócio, os acionistas passam exigir uma maior remuneração do seu capital investido, haja vista o aumento da incerteza inerente à aplicação, fazendo com que recursos externos adquiridos pela empresa apresentem elevado custo financeiro (SILVA; ARAÚJO; MONTE, 2015).

Nesse sentido, os administradores podem atuar visando inibir a necessidade de capital externo, priorizando a utilização de recursos internos, aumentando o fluxo de caixa livre, a fim de reduzirem o custeio dos projetos corporativos e maximizarem a sua política de investimentos, por meio da utilização de fundos menos onerosos, objetivando a maior lucratividade das operações desenvolvidas (DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Como alternativa para mitigar os problemas citados Lanzana, Silveira e Famá (2006) defendem a transparência da corporação como pilar essencial, para que tantos os proprietários quanto os agentes de mercado tenham um canal de comunicação direto com os executivos. Martins, Paulo e Girão (2016) destacam as seguintes medidas: (a) divulgação de relatórios financeiros e de gestão; (b) previsões de analistas; (c) comunicados ao mercado; e (d) *sites* oficiais, como alternativas que aumentam o nível de transparência, e, por conseguinte aprimoram o diálogo com o mercado.

Assim, devido a diferenças na quantidade de informações disponíveis aos agentes de mercado, diversas teorias foram desenvolvidas visando compreender as

consequências desta disparidade na atuação dos investidores nos mercados de capitais, e nas práticas dos administradores nas organizações. Dentre estas, são destacadas a menor predisposição das firmas em adquirirem financiamento por meio de emissão de novas ações; o caráter informacional dos dividendos aos investidores, e os problemas de agência, sendo elencados como fatores impactantes e relevantes para a dinâmica relação entre executivos e credores, promovendo um caráter explicativo para os dividendos e o efeito da assimetria informacional nestes.

2.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

A literatura a respeito da distribuição de dividendos e da assimetria informacional apresenta evidências controversas, sobretudo na utilização de uma *proxy* que seja capaz de mensurar com exatidão a relação entre estas duas variáveis, fator esse justificado pelo uso de inúmeras teorias que tentam explicar os fenômenos ocorridos em mercados de capitais, fazendo com que autores caracterizem estudos envolvendo dividendos como enigmáticos e controversos, à medida que não se estabelece um soluto que permita compreender o tema em questão (VERDI, 2001).

Neste sentido, essa seção do trabalho apresenta um panorama a respeito do desenvolvimento de pesquisas que tratam da política de dividendos e a sua relação com a assimetria de informações. De forma primordial, Mayers e Majluf (1984) explicam a assimetria de informações mediante teoria da hierarquia das fontes de capital. Os autores defendem a existência de subinvestimentos, ocasionados pelo desequilíbrio informacional nas organizações, gerando a necessidade de acumular lucros para custear futuros projetos. Em suas conclusões, os autores ressaltam que os dividendos estão relacionados de forma negativa com a assimetria de informações.

Posteriormente, diversos estudos foram realizados tratando sobre a temática, a seguir, são apresentadas as pesquisas mais recentes a nível nacional e internacional. Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008) estudaram o efeito da assimetria de informação no pagamento de dividendos, na estrutura da propriedade e nos custos de agência, através do modelo de regressão *tobit*, utilizou uma amostra de 178 empresas brasileiras presentes na Bovespa e emitentes de ADR's (*American depositary receipts*) no mercado

de capitais dos Estados Unidos, entre os anos de 2000 a 2004. Os autores aferiram resultados que não demonstraram significância estatística entre dividendos e assimetria.

Li e Zhao (2008) embasados pela teoria da sinalização verificaram a influência da informação sobre os dividendos pagos e recompra de ações, para empresas norte-americanas, no período de 1983 a 2003. Como *proxy* para assimetria de informação, foi utilizado a dispersão das previsões dos analistas de mercado para o lucro das ações. Os dados foram regredidos por meio da técnica *Tobit* e *Logit*. Os principais resultados demonstram que quanto maior a assimetria informacional, mais alta é a relutância em alterar o pagamento de dividendos e menor será a quantidade distribuída aos acionistas. Os resultados da sua pesquisa corroboram os achados de Mayers e Majluf (1983), quanto à associação negativa entre os temas, não encontrando resultados significativos para assimetria de informações e recompra de ações.

Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010) baseando-se na teoria da agência e sua associação com o fluxo de caixa livre empresarial, verificaram a relação entre: a assimetria de informação, a menor disponibilidade de caixa nas companhias, e o valor de mercado das participações societárias. Para isso, a amostra foi composta por cerca de 8.500 observações, de 45 países, atuantes no mercado de capitais europeu entre o período de 1995 a 2005. As *proxies* utilizada para assimetria foram às mesmas de Li e Zhao (2008), que, emprega a dispersão das previsões dos analistas de mercado para o lucro das ações para realizar a mensuração. Em seus resultados, no diz respeito à relação em destaque, os autores identificaram a associação entre maior grau de assimetria de informação, menor disponibilidade de caixa para as companhias e elevada quantia distribuída em dividendos.

Neves (2011) sob a ótica da teoria da sinalização examinou o efeito da assimetria informacional sobre o pagamento de proventos em companhias brasileiras. Para tanto, foram aplicadas para assimetria as mesmas *proxies* de Li e Zhao (2008) e Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010), já para dividendos utilizou-se como *proxy* o início e o aumento destes, bem como as decisões referentes ao valor a ser pago em dividendos pelas firmas e as deliberações dessas últimas, referentes a distribuição ou não de proventos. Cujá amostra do estudo foi composta por empresas presentes na Bovespa entre o período de 2000 a 2009. Os resultados indicaram uma relação negativa entre assimetria e política de dividendos, corroborando assim os achados de Mayers e Majluf (1983), Li e Zhao (2008), refutando Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010).

Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) analisaram o efeito da criação dos Níveis de Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), na assimetria informacional das ações negociadas na Bovespa e o seu impacto nos proventos corporativos. Os autores utilizaram como variável central para o estudo, a política de dividendos (mudança, início e finalização), as associando a retornos anormais ou perdas para os investidores. Para isto, sua amostra, foi composta de 345 empresas brasileiras entre o período de 2000 a 2008. Fazendo uso dos NDGC como *proxy* para assimetria, comparando tal segmento com o mercado tradicional e aplicando o método de estudos de eventos para identificar alterações, omissões ou o início no pagamento de dividendos organizacionais.

Seus resultados demonstraram que corporações pertencentes ao Novo Mercado têm mais liberdade para alterar a distribuição de dividendos, em detrimento a companhias listadas no mercado tradicional, repetindo-se o mesmo comportamento aos retornos anormais, apresentando dessa maneira, uma correlação positiva com a assimetria informacional. Contrapondo os achados de Mayers e Majluf (1983), Li e Zhao (2008), e Neves (2011).

Aggarwal, Cao e Chen (2012) examinaram o efeito da quantidade de informações públicas disponíveis sobre as empresas e a sinalização que os seus dividendos transmitem ao mercado. Assim, a amostra do estudo foi compreendida por empresas não americanas, que se cruzavam nas bolsas de valores dos Estados Unidos, sob a forma de *American Depository Receipts* (ADR), entre os anos de 1991 a 2007. A *proxy* para assimetria foi desenvolvida pelos autores, que utilizaram um modelo próprio, baseado em inúmeros dados e previsões de retorno das ações, disponibilizadas no mercado de capitais norte-americano. Os autores evidenciam em seus resultados, que as empresas de ADR's com rico ambiente de informação, não apresentam incentivos fortes para adotar aumentos de dividendos, como um dispositivo de sinalização ao mercado.

Kalay (2014) estudou corporações americanas associando menores liberações de dividendos a ambientes de maior simetria informacional, utilizando como *proxy* os choques de informação, que por sua vez, utilizou duas variáveis para mensuração, a saber: (a) adoção a legislação específica que determina o uso do padrão contábil *International Financial Reporting Standards* (IFRS); (b) adesão a práticas que inibem os problemas de *insiders trading* (TI), como fatores motivadores a menor assimetria.

Como resultado, o autor identificou que companhias estadunidenses tendem a pagar maiores dividendos quando atuam em mercados internacionais, em detrimento as

suas atuações nas bolsas dos Estados Unidos, essas últimas por exigirem alto nível de transparência (lei *Sarbanes-Oxley*) além de promoverem uma melhor dispersão de dados, fazem com que as quantias distribuídas em dividendos sejam mitigadas. O estudo também concluindo que, a adoção a práticas de IFRS e TI pelas empresas antes das exigências legais, não modificaram suas políticas de dividendos.

Martins e Paulo (2014) examinaram a relação entre a assimetria de informação, negociação de ações, governança corporativa (GC) e caracteres econômico-financeiros, dentre estes, a política de dividendos. Para isso, foram utilizadas 194 firmas brasileiras presentes no mercado secundário, no período de 2010 a 2011. Mediante regressão *probit*, utilizou como *proxy* para assimetria a *probability of informed trading* (PIN). Para determinar as negociações que usaram informações privilegiadas, os autores aplicaram o modelo de negociação sequencial EHO, que analisa o desequilíbrio entre os eventos de compra e venda de ações, em um determinado espaço de tempo. Em seu estudo, no que diz respeito à assimetria informacional e a política de dividendos, não fora identificada relação significativa entre ambos.

Sharif e Lai (2015) estudaram o efeito da divulgação de práticas de governança corporativa (GC) com o risco de falência, alavancagem, política de dividendos e desempenho financeiro de empresas presentes no mercado secundário da Malásia, no ano de 2009. Para isso, utilizou uma regressão por mínimos quadrados parciais (PLS), em que, se mensurou a transparência mediante modelo próprio denominado de *Modified Transparency Disclosure Index* (MTDI) e a distribuição de dividendos por meio da dívida para ativos e dividendos para taxa de lucro. Os resultados não identificaram associação entre divulgação de práticas de GC e dividendos pagos, reforçando os achados de Martins e Paulo (2014), em sua análise sobre empresas brasileiras.

Farooq, Shehata e Nathan (2017) analisaram empresas que fazem parte da região conhecida como MENA (Oriente Médio e África do Norte), durante o período de 2003 a 2014. Os autores investigaram a associação entre a redução do conflito de agência e política de dividendos. As seguintes *proxies* foram utilizadas, a saber: (a) taxa de crescimento de dividendos; (b) dividendo para caixa operacional; (c) dividendo ao índice total de ativos; (d) rendimento de dividendos; (e) lucro por ação; (f) política de dividendos. Nos seus resultados, os autores identificaram uma correlação positiva entre dividendos e a redução do conflito de agência, ressaltando ainda, que esse fator ocasiona uma melhoria na divulgação de informações ao mercado, aumentando a credibilidade dos ganhos reportados.

Por fim, Lin, Cheng e Tsai (2017) verificaram a relação entre assimetria, política de dividendos e estrutura de capital nas empresas chinesas controladas ou não pelo governo, no período de 2003 a 2012. Fazendo uso das mesmas *proxies* de Li e Zhao (2008); Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010) e Neves (2011), identificando no emergente mercado chinês, correlação negativa, pois, quanto maior assimetria menor seria o pagamento de dividendos. Indo de encontro aos achados de Mayers e Majluf (1983); Li e Zhao (2008), e Neves (2011).

O Quadro 1 resume as principais pesquisas apresentadas neste tópico, que analisaram o efeito da assimetria de informações sobre a política de dividendos, bem como o sinal encontrado dessa relação.

Quadro 1- Resumo dos principais trabalhos que analisaram o efeito da assimetria de informações sobre a distribuição de dividendos das organizações.

Autores	País	Proxy para assimetria e política de dividendos	Método econométrico	Resultado
Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008)	BRA	Variáveis <i>dummy</i> , lista de empresas emittentes de ADR e estudos de eventos	Regressão para dados truncados (<i>Tobit</i>)	-
Li e Zhao (2008)	EUA	Dispersão de lucros projetados pelos analistas de mercado, e variável <i>dummy</i> para dividendos pagos em dinheiro	Regressão para dados truncados (<i>Tobit</i>) e Regressão logística	Negativo
Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010)	UE	Dispersão de lucros projetados pelos analistas de mercado	MQO	Positivo
Neves (2011)	BRA	Dispersão de lucros projetados pelos analistas de mercado	Regressão MQO e <i>logit</i> para variável binária	Negativo
Aggarwal, Cao e Chen (2012)	EUA	Modelo próprio	Regressão MQO e Logística	Negativo
Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012)	BRA	NDGC	MQO	Positivo
Kalay (2014)	EUA	Choques de informação	Abordagem teórica	Positivo
Martins e Paulo (2014)	BRA	PIN e liquidez dos ativos do mercado	Regressão <i>Probit</i>	-
Sharif e Lai (2015)	MAS	MTDI associada à dívida para ativos e dividendos para taxa de lucro	Regressão PLS	-
Farooq, Shehata e Nathan (2017)	DI	Diversas	MQO	Positivo
Lin, Cheng e Tsai (2017)	CHN	Dispersão de lucros projetados pelos analistas de mercado, e variável <i>dummy</i> para dividendos pagos em dinheiro	Regressão <i>Probit</i>	Negativo

Siglas: BRA: Brasil; CHN: China; DI: Diversos países; EUA: Estados Unidos da América; MAS: Malásia UE: União Europeia.

Fonte: Elaborado pelo autor (2017).

2.4 HIPÓTESE DE PESQUISA

A hipótese da presente pesquisa foi construída com base nas evidências empíricas citadas na seção anterior, que investigaram o efeito da assimetria informacional sobre a política de dividendos das organizações. De acordo com o Quadro 1, a maioria dos estudos encontrou um efeito negativo da assimetria sobre os dividendos, dessa forma, quanto maior a disparidade de dados entre os agentes de mercado, menor será a proporção do lucro líquido empresarial destinado aos acionistas, para tanto, duas teorias embasam essa concepção, sendo essas a teoria da agência e a POT.

Acerca dessa redução no valor pago ao investidor em ambientes com forte assimetria de informação, esse fator é evidenciado ao passo que as companhias adquirem elevado fluxo caixa livre, pois, a distribuição de proventos ocorre através da retirada do capital destinado aos investimentos da firma, e o repasse desse aos acionistas, contudo, os gestores podem agir para se beneficiar em situações de elevada assimetria informacional, depositando o montante em excesso que seria destinado aos credores, em projetos empresariais com valor presente líquido (VPL) negativo, passando a atuar de maneira mais discreta, e não transmitindo todas às informações acerca do custeio da organização ao principal, como explana a teoria da agência.

Dessa forma, em um ambiente de elevada disparidade de dados, mesmo com a atuação de mecanismos de governança que operam no controle interno, podem ocorrer situações em que os investidores não consigam identificar esse elevado fluxo de caixa livre, por considerarem que tal montante se encontra próximo ao valor necessário para o custeio do investimento empresarial (DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Perante essa situação, os administradores optam por repassar moderada parte do elevado fluxo de caixa livre, para os dividendos, a fim de manter um crescimento uniforme, pois, como afirma Lintner (1956) o aumento constante e estável dos proventos é visto com bons olhos pelo mercado acionário, por considerar esse um indicativo de solidez financeira. Corroborando, Loss e Sarlo Neto (2003) e Silva *et al.*

(2015) sob a ótica da teoria da sinalização, salientam que alterações positivas no pagamento de proventos ocasionam a valoração das companhias, haja vista, que irá ocorrer o aumento da expectativa do investidor, dado ao caráter informacional dos dividendos ao mercado capitais.

A atuação dos executivos visando inibir a necessidade da corporação em recorrer a recursos financeiros externos para o seu custeio, se justifica, uma vez que esses capitais são adquiridos de forma mais onerosa em comparação aos recursos internos, como é ressaltado pela POT, dessa maneira, mediante elevada disparidade de dados os gestores optam por não repassar aos investidores, sobre a forma de dividendos, parte do fluxo de caixa livre, destinando esse lucro líquido para a política de investimentos da firma, tendo em vista a maximização do capital disponível para a organização (DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Diante do exposto, ressalta-se que os estudos anteriores de Neves (2011) e Lin, Cheng e Tsai (2017), similarmente aplicados em mercados emergentes, e que fizeram uso do mesmo método empregado nesse estudo, identificaram uma relação negativa entre os temas em destaque, com isso, a análise do mercado brasileiro mediante contexto de elevada assimetria informacional, como evidenciado por Denardin, Nunes e Meurer (2008), tende a identificar associação negativa entre assimetria e dividendos. Assim, baseando-se nas teorias da agência e hierarquia das fontes (POT), e nos estudos de Li e Zhao (2008), Neves (2011) e Lin, Cheng e Tsai (2017), estabelece-se a seguinte hipótese de pesquisa:

Hipótese – No mercado acionário brasileiro, existe um efeito negativo da assimetria informacional sobre o pagamento de dividendos das organizações.

3 METODOLOGIA

O presente estudo tem como objetivo identificar de que forma a assimetria informacional influencia o pagamento de dividendos das companhias presentes no mercado acionário brasileiro. Assim, no que se concerne ao objetivo da pesquisa, essa se caracteriza como descritiva, conforme Gil (2002) tal tipologia apresenta como objetivo principal o estabelecimento de uma relação entre variáveis ou a caracterização de um determinado grupo, neste caso, analisou-se a relação entre dividendos, assimetria e demais variáveis de controle, afim de descrever a atuação das companhias presentes no mercado de capitais nacional.

Quanto à abordagem do problema, o estudo se qualifica como quantitativo, tendo em vista o uso da técnica estatística de regressão, para o tratamento das informações obtidas (RICHARDSON, 1999). Adicionalmente, a pesquisa também se configura como bibliográfica, considerando-se as evidências empíricas tratantes da relação entre assimetria e dividendos que foram destacadas no decorrer da mesma (TREINTA *et al*, 2014).

3.1 AMOSTRA E COLETA DE DADOS

A amostra inicial da presente pesquisa foi constituída por todas as empresas de capital aberto listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) no período de 2010 a 2016. Este período foi definido devido à adoção do *Full-IFRS*, ou seja, da adoção integral das normas internacionais de contabilidade pelas companhias brasileiras listadas em bolsa. A adoção do *Full-IFRS* provocou alterações nos resultados operacionais das corporações, que afeta, diretamente, na distribuição e na proporção de dividendos pagos aos credores (LIMA *et al*, 2015).

Posteriormente, foram desconsideradas para este estudo as companhias financeiras e de seguros, por essas tratarem de questões regulatórias específicas que alteram a operacionalização dos proventos que são destinados aos investidores, além de se caracterizar como uma atividade habitual em pesquisas que tratam do pagamento de dividendos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).

Ademais, foram excluídos os *missing values* (valores faltantes) e as observações que apresentaram *payout* negativo, devido a prejuízos reportados no exercício, o que poderia afetar a estimação dos coeficientes (HOLANDA; COELHO, 2012) resultando em uma amostra final de 518 observações, conforme a Tabela 1.

Tabela 1 - Amostra da Pesquisa

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	TOTAL
Observações Brutas	563	563	563	563	563	563	563	3.941
(-) Finanças e Seguros	53	53	53	53	53	53	53	371
(-) <i>MissingValues</i>	446	435	404	406	402	415	475	2.983
(-) <i>Payout</i> Negativo	-	6	15	8	14	20	6	69
(=) Total	64	69	91	96	94	75	29	518

Nota: *Payout* Negativo: Não apresentou-se lucro líquido durante o exercício observado, porém distribuiu-se dividendos aos investidores sobre a forma de juros sobre o capital próprio ou recompra de ações.

Fonte: Elaborada pelo Autor (2017)

Destaca-se que todos os dados relativos a informações contábeis e de mercado para realização do estudo foram obtidos por meio do banco de dados da Thomson Reuters®, totalizando uma média de 74 empresas analisadas por período.

3.2 DESCRIÇÃO DO MODELO ECONOMETRICO

O modelo adotado para este estudo foi baseado nas pesquisas de Li e Zhao (2008), Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010), Neves (2011) e Lin, Chen e Tsai (2017), com as devidas adaptações realizadas para o mercado brasileiro. Assim, tem-se a Equação 1.

$$DIV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ASY_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 LIST_{i,t} + \beta_4 DY_{i,t} + \beta_5 EXC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$DIV_{i,t}$ é a variável dependente do modelo, *proxy* para *dividend payout*, calculado pela proporção do pagamento de dividendos da empresa i no período t ; As variáveis independentes são:

$ASY_{i,t}$ = *proxy* para informação assimétrica da empresa i no período t ;

$TAM_{i,t}$ = tamanho da empresa, representado pelo logaritmo neperiano do ativo total da empresa i no período t ;

$LIST_{i,t}$ = variável binária, que assume valor 1 caso a empresa esteja listada no Novo Mercado e 0, caso contrário;

$DY_{i,t}$ = *dividend yield*, calculado pela razão entre o lucro líquido distribuído por ação e o respectivo preço da ação da observação i no período t ; e,

$EXC_{i,t}$ = excesso de *dividend payout*; variável *dummy* relacionada à proporção do pagamento de dividendos acima de 100% do lucro líquido da empresa i no período t , assumindo 1, caso exista e 0, caso contrário.

$\varepsilon_{i,t}$ = resíduos da equação; e,

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ e β_5 = parâmetros do modelo.

Espera-se que β_1 seja significativamente negativo, tendo em vista que, quanto maior a assimetria de informação, menor será o pagamento de dividendos aos credores. De acordo com a teoria da agência os administradores optam sempre por maximizar o capital que lhe é disponível, dessa forma, preferem manter parte do lucro líquido na companhia para novos investimentos, ao invés de pagá-lo aos acionistas sobre a forma de proventos. Além disso, a POT demonstra que recursos financeiros externos a organização são adquiridos de maneira mais onerosa, em reação ao capital próprio, sendo menos dispendioso para os executivos trabalharem com esse último (DROBETZ; GRÜNINGER; HIRSCHVOGL, 2010).

Quanto ao β_2 , espera-se que tenha sinal positivo, uma vez que empresas de maior tamanho devem apresentar maior remuneração aos acionistas, para tanto considera-se que essa apresente elevado valor do ativo total (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008).

Já o β_3 , espera-se que apresente relação positiva, haja vista que empresas presentes no segmento Novo Mercado aderem a práticas adicionais de governança corporativa, o que aumenta a sua transparência e reduz a assimetria informacional, permitindo que essas paguem maiores dividendos aos investidores (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2009, 2012).

Espera-se para o β_4 um sinal positivo, pressupondo que os acionistas irão obter uma maior rentabilidade nos dividendos (DY), mediante altos níveis de *dividend payout* (HAHN *et al*, 2010; HOLANDA; COELHO, 2012).

Quanto ao β_5 , uma vez que as empresas podem remunerar os seus acionistas por meio de JSCP e da recompra das ações, o seu *payout* pode ultrapassar os 100% do lucro líquido do exercício. Neste aspecto, considera-se que este excesso de *payout* (EXC),

apresente relação positiva e significativa com o pagamento de dividendos, uma vez que as companhias podem utilizar essa elevada remuneração para mitigar os problemas de agência (JOHN; KNYAZEVA; KNYAZEVA, 2015).

Os dados foram agrupados utilizando a técnica de dados em painel, que representa um conjunto de dados em uma série temporal para cada membro do corte transversal do conjunto de dados (BROOKS, 2008). Conforme Gujarati (2012) a principal vantagem da utilização dos modelos de dados em painel está relacionada à combinação das séries temporais com observações em corte transversal, e por consequência, um maior controle da heterogeneidade das observações; o aproveitamento de uma maior quantidade de informações; além de mitigar o impacto das variáveis omitidas sobre os resultados da regressão.

Para Brooks (2008) a técnica de dados em painel possui três abordagens: *pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios, conforme Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007) a primeira configura-se pelo uso da estimação de dados por meio de uma regressão agrupada em uma única equação, já a segunda, caracteriza-se pelo controle das variáveis omitidas para que estas permaneçam constantes ao longo do tempo, e a última, apresenta como especificidade a utilização de parâmetros iguais para cada membro da amostra, possibilitando a alteração das variáveis, uma vez que essas são aleatórias, de acordo com os indivíduos analisados.

Com o intuito de identificar o tipo de dados em painel mais adequado ao conjunto de dados da pesquisa, foi necessário a aplicação de três testes, a saber: (a) teste de Chow; (b) teste *Lagrange Multiplie* (LM) de *Breush-Pagan*; e (c) teste de *Hausman*. Na Tabela2, são apresentados os resultados desses testes.

Tabela 2 - Testes para identificação do tipo de dado em painel utilizado

Testes	Estatística do Teste	P-Valor
Teste de Chow	1,050	0,667
Teste LM de Breusch-Pagan	0,010	0,851

Fonte: Resultados da Pesquisa (2017)

Conforme se constata na Tabela 2, a hipótese nula do teste de *Chow*, que analisa *pooled* versus efeito fixo, não pode ser rejeitada, portanto, indicando que a estimação por *pooled* é mais adequada do que a de efeitos fixos. Em relação à hipótese nula do teste, *pooled* versus efeito aleatório, também não é possível ser rejeitada. Deste modo, o modelo de painel mais adequado para o estudo é o do tipo *pooled*. O teste de Hausman

não foi realizado tendo em vista os resultados apresentados nos testes efetuados, descartando a necessidade de um novo teste.

Por fim, para estimação dos parâmetros da Equação 1, foi utilizado o método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) com dados em painel do tipo *pooled* não balanceado, através do *software* Gretl. Todos os pressupostos do modelo de regressão múltipla serão apresentados na análise de dados. O Quadro 2 apresenta uma breve descrição das variáveis supracitadas e as relações esperadas com o *dividend payout*.

Quadro 2- Variáveis Explicativas de Controle e Relação Esperada

Variável	Sigla	Relação Esperada	Referências
Informação Assimétrica	ASY	Negativa	Li e Zhao (2008), Neves (2011), e Lin, Cheng e Tsai (2017)
Tamanho da Empresa	TAM	Positiva	Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008)
Listagem no Novo Mercado	LIST	Positiva	Moreiras, Tambosi Filho, e Garcia (2009, 2012)
<i>Dividend Yield</i>	DY	Positiva	Hahn <i>et al.</i> (2010) e Holanda e Coelho (2012)
Excesso de <i>Dividend Payout</i>	EXC	Positiva	John, Knyazeva e Knyazeva (2015)

Fonte: Elaborado pelo Autor (2017)

Com isso, de acordo com o Quadro 2, espera-se que as características relacionadas ao tamanho da empresa, listagem no novo mercado, rentabilidade dos dividendos e o excesso de *dividend payout* estejam positivamente relacionadas aos dividendos, em que esse último considera-se que apresente associação negativa com a informação assimétrica.

3.3 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Para calcular *dividend payout* (DIV) foi utilizado a métrica de Dittmar (2000) e Sousa (2017), para o mercado brasileiro. Os autores destacam que existe uma particularidade das companhias abertas do Brasil para as internacionais, uma vez que utilizam-se do Juros sobre o Capital Próprio como dedutíveis do *payout* mínimo compulsório, de acordo com a Lei nº 9.249 (BRASIL, 1995) e Inciso III da Deliberação do Comitê de Valores Mobiliários nº 683 (BRASIL, 2012), além de utilizar-se da

recompra de ações para distribuir o volume excedente de capital entre os seus acionistas. Assim, tem-se a Equação 2:

$$Div_{i,t} = \left[\frac{Dividendos\ Pagos_{i,t} + JSCP_{i,t} + Recompra\ de\ Ações_{i,t}}{Lucro\ Líquido_{i,t}} \right] \times 100 \quad (2)$$

Em que:

$Div_{i,t}$ = Taxa de pagamento de dividendos da empresa i , no período t .

$Dividendos\ Pagos_{i,t}$ = Valor distribuído pelo pagamento de dividendos da empresa i , no período t .

$JSCP_{i,t}$ = Valor pago em juros sobre o capital próprio da empresa i , no período t .

$Recompra\ de\ Ações_{i,t}$ = Valor pago em recompra de ações da empresa i , no período t ; e

$Lucro\ Líquido_{i,t}$ = Lucro líquido do exercício da empresa i , no período t .

A variável relacionada à assimetria informacional (ASY) segue as propostas de Li e Zhao (2008), Drobetz, Grüninger e Hirschvogel (2010), Neves (2011), e Lin, Chen e Tsai (2017) que calcularam a informação assimétrica conforme a equação 3:

$$ASY_{i,t} = \ln \left[1 + \frac{Desvio\ Padrão\ da\ Previsão\ dos\ Analistas_{i,t}}{|Mediana\ das\ Previsões_{i,t}|} \right] \quad (3)$$

Em que:

$ASY_{i,t}$ = Variável dependente para informação assimétrica da empresa i , no período t .

$Desvio\ Padrão\ da\ Previsão\ dos\ Analistas_{i,t}$ = Valor do desvio padrão da previsão de lucros pelos analistas, para a empresa i , no período t ; e

$Mediana\ das\ Previsões_{i,t}$ = Valor da mediana da previsão de lucros pelos analistas, para a empresa i , no período t .

Para seguir a proposta de Lin, Chen e Tsai (2017), a medição foi baseada na previsão de ganhos de pelo menos dois analistas para cada empresa i no período t , partindo-se do pressuposto de que, quando as previsões de lucros dos analistas estão mais dispersas, a informação será mais incerta.

Por fim, considera-se que as variáveis de controle que estão relacionadas ao tamanho da empresa, que é calculado por meio do logaritmo neperiano do ativo total para cada observação i no período t , à presença no segmento Novo Mercado da B3, calculado mediante variável binária, apresentando 1 quando no Novo Mercado e 0, caso contrário para cada observação i no período t , ao *dividend yield*, conforme equação 4:

$$DY_{i,t} = \frac{\text{Lucro Líquido/Ação}_{i,t}}{\text{Preço/Ação}_{i,t}} \quad (4)$$

Em que:

$DY_{i,t}$ = *Dividend yield* para a empresa i , no período t .

$\text{Lucro Líquido/Ação}_{i,t}$ = Lucro líquido distribuído por ação para a empresa i , no período t .

$\text{Preço/Ação}_{i,t}$ = Preço da ação para a empresa i , no período t .

E o *payout* acima de 100%, como forma de influenciar na relação entre a assimetria de informação e a política de dividendos nas empresas listadas na B3, calculado mediante variável binária, apresentando 1 quando a proporção do pagamento de dividendos for acima dos 100% do lucro líquido do período e 0, caso contrário, para cada observação i no período t .

4 ANÁLISE DOS DADOS

Com o objetivo de investigar o problema de pesquisa e de ratificar ou refutar a Hipótese levantada, esta seção do estudo apresenta as estatísticas descritivas dos dados e os resultados obtidos por meio de testes empíricos. Ressalta-se que todos os dados necessários foram coletados no banco de dados da Thomson Reuters®, no período de novembro de 2017.

A verificação dos dados está dividida em duas partes. A primeira apresenta a análise exploratória das variáveis estudadas. E a segunda, descreve os resultados da estimação da Equação 1, que verifica o efeito da informação assimétrica no nível de pagamento de dividendos das empresas do mercado brasileiro.

4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA

A amostra analisada no estudo foi constituída de todas as empresas com ações negociadas na B3, no período de 2010 a 2016, excluindo-se: i) empresas financeiras e de seguros. Sendo assim, foram coletados os dados de 74 empresas, em média, totalizando 518 observações, conforme Tabela 1.

Na Tabela 1 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo, especificamente, a média, mediana, desvio padrão (DP), mínimo e máximo. Os dados das variáveis LIST e EXC não foram incluídas por serem variáveis *dummy*, isto é, assumem 0 e 1.

Tabela 3 - Estatísticas Descritivas

Variável	Média	Mediana	DP	Mínimo	Máximo
DIV	0,7921	0,34626	3,7999	0,0000	81,3767
ASY	0,2136	0,1245	0,3484	0,0000	4,2415
TAM	15,6720	15,4592	1,3480	12,4564	20,6181
DY	3,5145	2,4606	4,6216	0,0000	58,8890

Legenda: DIV: *Proxy* para *Dividend Payout*; ASY: *Proxy* para Informação Assimétrica; TAM: Tamanho da Empresa; e DY: *Dividend Yield*.

Fonte: Resultados da Pesquisa (2017)

De acordo com a Tabela 3, *dividend payout* tem uma média de 0,7921 e desvio padrão de 3,7999, com valor de mínimo de 0,0000 e máximo de 81,3767. Estes achados

divergem do estudo de Lin, Chen e Tsai (2017) que obtiveram resultados inferiores para o mercado chinês no período de 2010 a 2012. A diferença dos resultados pode ser justificada pelas particularidades do mercado de capitais e a economia do país.

Quanto a *proxy* para informação assimétrica, tem-se que apresentou uma média de 0,2136, com desvio padrão de 0,3484. Os resultados corroboram o estudo de Lin, Chen e Tsai (2017) que obtiveram uma média de 0,206. Quanto as variáveis tamanho e *dividend yield*, nota-se uma média de 15,6720 e 3,5145. A variável *dividend yield*, foi a que apresentou maior dispersão em torno da média, quando comparado às demais variáveis do estudo.

Para investigar as relações entre as variáveis do estudo, foi elaborada uma matriz de correlação de Pearson, que analisa tanto a significância, como o sentido da relação estabelecida entre variáveis, conforme Tabela 4. Os resultados mostram que, com exceção da variável LIST, todas as demais apresentam correlação com a variável dependente DIV, corroborando os achados de Lin, Chen e Tsai (2017).

Tabela 4 - Matriz de Correlação de Pearson

Variáveis	DIV	ASY	TAM	LIST	DY	EXC
DIV	1					
ASY	-0,0133*	1				
TAM	0,1227***	0,0507	1			
LIST	-0,0679	0,0605	-0,3852***	1		
DY	0,1433***	-0,0979**	0,0957**	-0,1623***	1	
EXC	0,2817***	0,6264	0,1012**	-0,0978**	0,4149***	1

Nota: Significância: ***: 1%, **: 5%, *: 10%

Fontes: Resultados da Pesquisa (2017)

Observa-se na Tabela 4, a possibilidade de existência de multicolinearidade, mediante correlação entre algumas variáveis independentes do estudo. Logo investigou-se essa perspectiva, e para tanto, foi realizado o teste de fator de inflação da variância (VIF), cujos resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Teste de Fator de Inflação da Variância (VIF)

ASY	TAM	LIST	DY	EXC
1,023	1,188	1,203	1,247	1,220

Fonte: Resultados da Pesquisa (2017)

De acordo com a Tabela 5, tem-se que todas as variáveis apresentaram estatística VIF próximo a 1, o que permite assegurar a inexistência de colinearidade entre as variáveis independentes do modelo. Conforme Gujarati (2012) valores mais próximos a 1 representam variáveis sem problema de multicolinearidade, enquanto que valores

acima de 10,0 poderiam indicar a existência de colinearidade. Por fim, essa detecção assegura o uso de modelos de regressão múltipla de forma mais consistente.

4.2 ANÁLISE DO PAINEL E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados da estimação da Equação 1, que verifica o efeito da informação assimétrica na política de pagamento de dividendos das empresas. Na Tabela 6, constam os valores dos coeficientes estimados, o R^2 , a estatística F, a estatística do teste de normalidade de Jarque-Bera¹, a estatística de heterocedasticidade de White² e, por fim, a estatística do teste de autocorrelação de Wooldridge³.

Tabela 6 - Resultados da Equação (1)

Painel A					
	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	0,300322	0,198992	1,5092	0,1319	
ASY	-0,154927	0,0420322	-3,6859	0,0003	***
TAM	-0,00720244	0,0125336	-0,5747	0,5658	
LIST	0,0482405	0,0263909	1,8279	0,0681	*
DY	0,0543607	0,00414785	13,1058	<0,0001	***
EXC	1,52541	0,236843	6,4406	<0,0001	***
Painel B					
R-quadrado	0,33976	R-quadrado ajustado		0,3333	
F(5, 512)	52,6944	P-valor:		0,0000	
Jarque-Bera	1340,00	P-valor		0,0000	
White	354,00	P-valor		0,0000	
Wooldridge	28,05	P-valor		0,0000	

Nota: Significância: ***: 1%, **: 5%, *: 10%

Erros padrões estimados com correção para heterocedasticidade e correlação serial usando cluster de Petersen (2009).

Legenda: DIV: *Proxy* para *Dividend Payout*; ASY: *Proxy* para Informação Assimétrica; TAM: Tamanho da Empresa; LIST: Variável binária, atribuindo 1 quando no Novo Mercado e 0, caso contrário; DY: *Dividend Yield*; e EXC: Variável binária, 1 quando a proporção do pagamento de dividendos for acima dos 100% do Lucro Líquido do período e 0, caso contrário.

Fonte: Resultados da Pesquisa (2017)

¹ Identifica se os resíduos da equação seguem uma distribuição normal, cuja hipótese nula do teste é favorável a uma distribuição normal, já a hipótese alternativa, defende a não normalidade dos resíduos.

² Analisa os erros da equação, identificando se estes são heterocedásticos, caso a variância dos resíduos passe por alterações de acordo com o valor assumido pelas variáveis, ou homocedásticos, caso a variância permaneça constante independentemente do valor apresentado pelas variáveis.

³ Examina a não existência de autocorrelação, ou seja, avalia se algum erro referente a qualquer observação do estudo não é influenciado por outro erro das demais observações pesquisadas.

De acordo com a Tabela 6, constata-se que a regressão mostrou-se significativa em termos estatísticos, ao nível de 1%, conforme teste F. Ademais, verifica-se que a hipótese nula do teste de normalidade de Jarque-Bera foi rejeitada ao nível de 1%. Porém, conforme o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 518 observações, o pressuposto pode ser relaxado (BROOKS, 2008). Quanto ao teste de homocedasticidade e correlação serial, nota-se que foram rejeitados, ao nível de 1%. Sendo assim, os erros-padrões foram estimados com correção para heterocedasticidade e autocorrelação utilizando cluster de Petersen (2009). Por fim, tem-se que o coeficiente de determinação (R^2) apresentou um poder explicativo de 33,97%.

O coeficiente de determinação (R^2) indica que 33,97% da variação no *dividend payout* das empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão (B3) no período de 2010 a 2016 pode ser explicada pelas informações assimétricas e demais variáveis explicativas, conforme a Equação 1. Especificamente, por meio dos resultados obtidos, a variável relacionada à assimetria de informação apresentou uma relação negativa e significativa a 1% quando relacionada ao *dividend payout*, corroborando os achados de Li e Zhao (2008), para empresas norte-americanas, Neves (2011), para companhias brasileiras, e Lin, Chen e Tsai (2017), para as firmas chinesas.

Este fato poderia indicar que em um ambiente institucional fraco, a assimetria de informação configura os dividendos como um mecanismo de disciplina que reduz os custos da agência. Portanto, este estudo infere que no Brasil, considerando a amostra desta pesquisa, os pagamentos de dividendos serão menores quando a assimetria de informações for maior.

Em relação às variáveis de controle, a única que não demonstrou um resultado significativo estatisticamente foi a variável tamanho. Divergindo dos resultados de Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2008), que encontraram uma relação positiva e significativa. A variável relacionada à listagem da empresa no Novo Mercado se mostrou positiva e significativa a 10%, indo ao encontro dos achados de Moreiras e Tambosi Filho (2009, 2012), mostrando que empresas brasileiras que aderem a este segmento de governança corporativa apresentam maiores pagamento de dividendos em virtude da redução na assimetria de informações.

De acordo com os resultados, a preferência por uma maior rentabilidade nos dividendos (DY) reforça maiores níveis de *dividend payout*, uma vez que a variável se mostrou positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1%. Logo, conforme encontrado na literatura, os acionistas passam a obter maior rentabilidade nos

dividendos, ao passo que a sua remuneração através do *dividend payout* aumenta (HAHN *et al.*, 2010; HOLANDA; COELHO, 2012).

Por fim, o excesso do *payout* (EXC) por meio do juros de capital próprio e as recompras de ações, apresentou uma relação positiva e significativa com o pagamento de dividendos, tais resultados podem ser justificados uma vez que essa elevada remuneração aos investidores é utilizada pelas companhias para mitigar possíveis problemas de agência, corroborando os achados de Li e Zhao (2008), John, Knyazeva e Knyazeva (2015) e Lin, Chen e Tsai (2017).

Resumidamente, o Quadro 3 apresenta uma comparação entre as relações esperadas para as variáveis propostas, a partir da literatura, e as encontradas, através da estimação do modelo.

Quadro 3 - Comparação entre as Relações Esperadas e Encontradas

Variável	Descrição da Variável		Relação Esperada	Relação Encontrada
ASY	Proxy para Informação Assimétrica	$\ln \left[1 + \frac{DP \text{ da Previsão dos Analistas}_{i,t}}{ \text{Mediana das Previsões}_{i,t} } \right]$	Negativa	Negativa***
TAM	Tamanho da Empresa	Logaritmo neperiano do Ativo Total	Positiva	-
LIST	Listagem no Novo Mercado	Variável Binária: 1 quando no Novo Mercado e 0, caso contrário	Positiva	Positiva*
DY	Dividend Yield	$\frac{\text{Lucro Líquido}/\text{Ação}_{i,t}}{\text{Preço}/\text{Ação}_{i,t}}$	Positiva	Positiva***
EXC	Excesso de Dividend Payout	Variável Binária: 1 quando a proporção do pagamento de dividendos for acima dos 100% do Lucro Líquido do período e 0, caso contrário	Positiva	Positiva***

Nota: Variável significativa a: ***: 1%, **: 5%, *: 10%

Fonte: Elaborado pelo Autor (2017)

Conforme visto, das cinco variáveis propostas, com a finalidade de explicar a relação entre o *dividend payout* e a assimetria de informação, apenas uma não apresentou resultado estatisticamente significativo, contrariando o esperado, cujas as demais, corroboraram com a teoria e estudos anteriores.

Dessa forma, uma possível justificativa para a variável TAM (tamanho), medida pelo ativo total da empresa, não ter apresentado os resultados esperados, pode se dar devido às particularidades do setor brasileiro, bem como pela *proxy* utilizada para medir o tamanho organizacional.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As decisões de dividendos figuram entre as deliberações da gestão que resultam em grande impacto, pois, a partir destas os investimentos e custeio corporativo serão diretamente afetados (FONTELES *et al*, 2012). Nessa ótica, as companhias aderem cada vez mais a esse tipo de remuneração, fator esse compreendido pelo aumento na distribuição de proventos nos últimos anos (IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2008; NEVES; 2011).

Diversos estudos têm buscado identificar os determinantes da política de dividendos, tendo em vista sua importância para o mercado (KALAY, 2014; MARTINS; PAULO, 2014; SHARIF; LAI, 2015; FAROOQ; SHEHATA; NATHAN, 2017). Nesse sentido, a presente pesquisa teve como objetivo identificar de que forma a assimetria informacional influencia o pagamento de dividendos das empresas listadas no mercado acionário brasileiro.

Assim, por meio dos resultados obtidos, observou-se que a maioria das variáveis utilizadas no estudo apresentou poder explicativo quanto à influência da assimetria sobre os proventos, com exceção da variável tamanho, que não demonstrou um resultado significativo estatisticamente. Especificamente, a variável relacionada à assimetria de informação apresentou uma relação negativa e estatisticamente significativa ao *dividend payout*. Diante dessas evidências, a hipótese de pesquisa, de que quanto maior a assimetria de informação menor será o pagamento de dividendos no mercado brasileiro, não pode ser rejeitada, tendo em vista que os gestores optam por destinar o montante que seria pago aos investidores, sobre a forma de proventos, para o custeio dos investimentos organizacionais.

Quanto à listagem no segmento Novo Mercado, verificou-se que a mesma é significativa na determinação dos dividendos, uma vez que empresas presentes nesta categoria aumentam as quantias pagas aos seus investidores, em virtude da menor assimetria informacional. Os resultados também comprovaram que a preferência por uma maior rentabilidade nos dividendos leva a maiores níveis de *payout*. Esse resultado pode ser explicado uma vez que os acionistas conquistam maior *dividend yield*, ao passo que são melhores remunerados com os dividendos das companhias.

Adicionalmente, verificou-se que o efeito do *payout* excessivo ocasiona substanciais pagamentos de dividendos, podendo ser justificado, uma vez que as organizações utilizam esse elevado montante pago aos credores, como forma de solucionar possíveis problemas de agência. Dessa forma, mediante os resultados obtidos evidenciou-se que a assimetria de informação tem um efeito negativo sobre a distribuição de dividendos no mercado brasileiro. Portanto, os credores devem considerá-la quando tomam as suas decisões de investimento.

A principal contribuição teórica do estudo reside em trazer o debate do efeito negativo da assimetria sobre os dividendos, no mercado brasileiro, em um momento que o país atravessa uma crise econômica, o que favorece a disparidade de dados entre agentes de mercado, possibilitando que investidores compreendam o impacto da informação assimétrica sobre o pagamento de proventos organizacionais, e fazendo com que estes tomem decisões acerca dos seus investimentos de forma mais eficiente, haja vista, a atuação dos gestores, que em tal contexto, optam por atender a benefícios próprios mediante expropriação de interesses dos sócios.

Também destaca-se a atuação dos mecanismos de governança corporativa como um fator positivo para as deliberações de investimentos, pois, como demonstrado pelos resultados, tais práticas permitem uma melhor remuneração do capital investido pelos credores nas organizações. Ademais este estudo, demonstra a necessidade de um maior acompanhamento dos proprietários nas práticas dos gestores, a fim de reduzir as diferenças de informação. No tocante aos pesquisadores, esse trabalho possibilita um maior entendimento acerca do cenário atual enfrentado pelas companhias no mercado brasileiro.

Ressalta-se que a presente pesquisa não estudou empresas financeiras e de seguros devido as suas especificidades operacionais. Desta maneira, os resultados restringiram-se as ações das demais organizações não componentes dos segmentos citados, limitando as observações as outras firmas negociadas na B3, no período de 2010 a 2016. Sendo assim, as conclusões obtidas ficam limitadas à amostra utilizada.

Pesquisas futuras podem ser desenvolvidas explorando o efeito de outras *proxies* para assimetria sobre o pagamento de dividendos no atual cenário nacional, haja vista, o período de crise econômica e elevada disparidade de dados, em que seria possível analisar a estabilidade dos resultados obtidos neste estudo.

REFERÊNCIAS

- AGGARWAL, R; CAO, J.; CHEN, F. Information environment, dividend changes, and signaling: Evidence from ADR firms. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 403-431, 2012.
- ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- AKERLOF, G.A. The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970
- BLACK, F. The dividend puzzle. **The Journal of Portfolio Management**, Special Issue, p. 1-12, 1996.
- BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. **Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências**, Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm>. Acesso em: 17\05\2016.
- _____. Comissão de Valores Mobiliários. Deliberação n. 683, de 30 de agosto de 2012. **Aprova a Interpretação Técnica ICPC 08 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos**, Rio de Janeiro, RJ, 31 ago. 2012. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli683.html>>. Acesso em: 17\03\2016.
- BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. São Paulo, **Revista de Administração**, 37, n. 3, p. 19-32, 2002.
- CARVALHO, N.; MARTINHAGO, D. Z.; ROCHA, C. T.; MELO, L. Q. Efeitos da Assimetria de Informação sobre os Custos de Transação da Cadeia Produtiva da Batata. In: **VII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, Rio de Janeiro, 2010.
- CLARKE, J.; SHASTRI, K. On information asymmetry metrics. **SSRN Working Paper**, Nov. 2000.
- DA SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- DENARDIN, A. A.; NUNES, M. S.; MEURER, R. Mercados financeiros, assimetria de informação e crises financeiras nos países emergentes. **Revista Cadernos de Economia**, v. 12, n. 22, p. 119-144, 2008.
- DE MEDEIROS, O. R.; DAHER, C. E. Testando a Teoria de Hierarquização de Fontes de Financiamento nas Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 37, n.1, p. 37-45, 2005.

DE OLIVEIRA, K. P. S.; PAULO, E.; MARTINS, O. S. As relações entre a assimetria de informação e a governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. **Registro Contábil**, v. 4, n. 3, p. 56-70, 2013.

DE REZENDE, C. V.; ALMEIDA, N. S.; LEMES, S. Impacto das IFRS na Assimetria de Informação Evidenciada no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, p. 18-30, 2015.

DESHMUKH, S. The effect of asymmetric information on dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, p. 107-127, 2005.

DITTMAR, A. K. Why do firms repurchase stock? **The Journal of Business**, v. 73, n. 3, p. 331-355, 2000.

DROBETZ, W.; GRÜNINGER, M. C.; HIRSCHVOGL, S. Information asymmetry and the value of cash. **Journal of Banking e Finance**, v. 34, n. 9, p. 2168-2184, 2010.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. 2007. p. 1-15.

FAROOQ, O.; SHEHATA, N.; NATHAN, S. Dividend policy and informativeness of reported earnings: evidence from the MENA region. **International Review of Finance**, 2017.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 23, n. 3, 2012.

FORTI, C.A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. E. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 26, p. 167-180, 2015.

GIL, A.C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2012

HOLANDA, A. P.; COELHO, A. C. D. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 52, p. 448-463, 2012.

HANN, A.; NOSSA, S.; TEIXEIRA, A.; NOSSA, V. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Contabilidade Vista e Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

- IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2008.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- JOHN, K.; KNYAZEVA, A.; KNYAZEVA, D. Governance and payout precommitment. **Journal of Corporate Finance**, v. 33, pp. 101-117, 2015.
- KALAY, A. International Payout Policy, Information Asymmetry, and Agency Costs. **Journal of Accounting Research**, v. 52, n. 2, p. 457-472, 2014.
- KUDLAWICZ-FRANCO, C.; BACH, T. M.; SILVA, E. D. Assimetria de Informação e Desempenho: um estudo em empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, v. 1, p. 24-39, 2016.
- LANZANA, A. P.; SILVEIRA, A. M.; FAMÁ, R. Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil. **Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração**, Salvador, BA, Brasil, v. 30, 2006.
- LI, K.; ZHAO, X. Asymmetric information and dividend policy. **Financial management**, v. 37, n. 4, p. 673-694, 2008.
- LIMA, S. H. O.; OLIVEIRA, F. D.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; PESSOA, M. N. M. Governança corporativa e desempenho econômico: uma análise dos indicadores de desempenho entre os três níveis do mercado diferenciado da Bm&FBovespa. **REGE - Revista de Gestão**, v. 22, p. 187-204, 2015.
- LIN, T. J.; CHEN, Y. P.; TSAI, H. F. The relationship among information asymmetry, dividend policy and ownership structure. **Finance Research Letters**, v. 20, p. 1-12, 2017.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, v. 46, n.2, p. 97-113, 1956.
- LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de Dividendos, na Prática, é Importante. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 30, p. 30-38, 2003.
- MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2017.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R.O. que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.
- MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 25, n. 64, p. 33-45, 2014.

_____.; GIRAO, L. F. A. P. Preço da ação, disclosure e assimetria de informação: o caso OGX. **Revista Universo Contábil**, v. 12, p. 6-24, 2016.

MAYERS, S. The Capital Structure Puzzle. **Journal of Finance**, v.39, n. 3, p.575-592, (1984).

_____.; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v.13, n. 2, p. 187-221, 1984.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. XXXIV, n. 4, p. 411-433, 1961.

_____.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos, informação assimétrica e conflito de agência: comparação entre o novo e o mercado tradicional. **Pensamento e Realidade**, v. 24, n. 2, p. 125-148, 2009.

_____. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração**, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

NASCIMENTO, A. M.; REGINATO, L. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. **Revista Universo Contábil**, v.4, n. 3, p. 25-47, 2008.

NEVES, J. R. **Assimetria de informação e a política de dividendos: um estudo no mercado brasileiro**. 2011. 87 p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo, 2011.

PETERSEN, M. A. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 1, p. 435-480, 2009.

POPPER, K. S. **A lógica da pesquisa científica**. 2. ed. São Paulo: Cultrix, 1975.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, p.217-242, 2003.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

ROCHA, I. ; PEREIRA, A. M.; BEZERRA, F. A.; NASCIMENTO, S. Análise da produção científica sobre teoria da agência e assimetria da informação. **REGE - Revista de Gestão USP**, v. 19, p. 327, 2012.

SALSA, M. L. C. R. Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. **Encontros Científicos** .v. 1, n.6, p.162-174, 2010.

SHARIF, S. P.; LAI, M. M. The effects of corporate disclosure practices on firm performance, risk and dividend policy. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 12, n. 4, p. 311-326, 2015.

SILVA, J. C. G.; BRITO, R. D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

SILVA, P. Z. P.; ARAUJO, V. R. B. S.; MONTE, P. A. Uma análise da Pecking Order Theory nos diferentes níveis de Governança Corporativa da BM&FBovespa. In: **IX Congresso da ANPCONT**, 2015, Curitiba. XI Congresso da ANPCONT, 2015. v. IX. p. 1-14.

_____.; GARCIA, I. A. S.; LUCENA, W. G. L.; PAULO, E. A teoria da sinalização e a recuperação Judicial: Um Estudo nas Empresas de Capital Aberto Listadas na BM&FBovespa. In: **XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 2015, São Paulo. XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2015. v.xv. p. 1-13.

SOUSA, R. A. M. de. **Persistência de dividendos e gerenciamento de resultados em mercados de capitais da américa latina**. 2017. 69 p. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa, 2017.

TREINTA, F. T.; FARIAS FILHO, J. R.; SANT'ANNA, A. P.; RABELO, L. M. Metodologia de pesquisa bibliográfica com a utilização de método multicritério de apoio à decisão. **Production**, v. 24, n. 3, p. 508-520, 2014.

VERDI, R. S. **A influência dos impostos sobre o pagamento de dividendos no preço das ações: um estudo do mercado**. 2001. 75 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre. 2001.

ZANON, A. R. M.; ARAÚJO, C. G.; NUNES, A. Influência da política de dividendos no valor de mercado das empresas brasileiras. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 7, n. 3, p. 326-339, 2017.