

ANÚNCIO DE PROVENTOS *VERSUS* RETORNOS ANORMAIS: ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

Recebido em **27.4.2019**
Aprovado em **31.7.2019**

Rodrigo Dantas Yamashita

*Cursa em MBA em Contabilidade e Finanças da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis,
Atuariais e Financeiras (Fipecafi). Analista de finanças sênior do Itaú Unibanco.*

E-mail: rodrigo.rdy@gmail.com

George André Willrich Sales

*Professor de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da Fundação Instituto de Pesquisas
Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi). Consultor em finanças e mercado financeiro.*

E-mail: george.sales@fipecafi.org

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL**RESUMO**

Questões relacionadas ao pagamento de proventos aos acionistas ainda carecem de pacificação na literatura. Uma das principais questões refere-se à sua relevância para o acionista. Há desde o posicionamento de Modigliani e Miller, que, com o uso de premissas, apontaram-no como irrelevante até a Teoria da Sinalização, que enfatiza o conteúdo informacional dos dividendos, sendo este um indicador de potenciais resultados futuros da empresa. Dada a falta de consenso na literatura, o objetivo deste estudo foi identificar se há associação entre o anúncio de proventos e os retornos anormais das ações de bancos e seguradoras do Brasil. Para isso, consideraram-se janelas de 3, 5 e 10 dias úteis antes e depois da data do anúncio e calcularam-se os retornos anormais em relação ao IBrX100. A principal contribuição deste estudo foi identificar que há essa associação. Para explicá-la, respaldamo-nos na Teoria da Sinalização, em que os dividendos diminuem as assimetrias informacionais; na Teoria da Agência, com menção ao fato de diminuírem conflitos de interesse; na Teoria do Pássaro na Mão, em que, dadas as incertezas no cenário político e econômico vivenciadas pelo Brasil no período estudado (de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018), é preferível ao acionista receber proventos o quanto antes; e na Teoria da Preferência Tributária, em que é vantajoso o recebimento dos dividendos

(isentos de imposto de renda no período estudado) em detrimento do ganho de capital (tributado a 20% no período estudado).

PALAVRAS-CHAVE

Anúncio de dividendos. Retornos anormais. Bancos. Seguradoras.

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

INTRODUÇÃO

Contextualização do tema

Pagamento de proventos é um tema amplamente estudado. No entanto, ainda está longe de ter entendimentos pacificados (MARTINS; FAMÁ, 2012). Diversas teorias permeiam esse assunto, entre as quais destacamos neste trabalho: Teoria de Miller e Modigliani (1961), Teoria da Sinalização (MILLER; ROCK, 1985; BHATTACHARYA, 1979), Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), Teoria do Pássaro na Mão (LINTNER, 1956; GORDON, 1959) e Teoria da Preferência Tributária (BRENNAN, 1970).

No caso Brasil, foco deste estudo, há particularidades que fazem com que o pagamento de proventos precise ser analisado sob outras perspectivas. Por exemplo, no momento estudado (de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018), houve grande incerteza vivenciada principalmente na política e economia. Além disso, há outra particularidade do Brasil no que tange às normas tributárias. Em linha com Procianny (2006), existe uma assimetria no tratamento fiscal quanto às fontes de financiamento da empresa, na qual os ju-

ros pagos aos credores podem ser deduzidos da base de cálculo de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição sobre o Lucro Líquido (CSLL), enquanto os dividendos pagos não o podem – a não ser que o pagamento seja feito por meio de Juros sobre o Capital Próprio (JCP). Tais particularidades são relevantes quando buscamos entender a realidade brasileira sob a ótica das grandes teorias até então desenvolvidas.

Dada essa contextualização, buscamos identificar a existência de uma associação entre o anúncio do pagamento de proventos e a existência de retornos anormais nas cotações em bolsa de valores para bancos e seguradoras presentes no Índice Brasil 100 (IBrX100).

Questão de pesquisa

O anúncio de pagamento de proventos promove retornos anormais em ações de bancos e seguradoras do Brasil?

Objetivo geral

Estudar a política de proventos dos bancos e das seguradoras que integram o IBrX100 para descobrir se o anúncio do pagamento

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

de dividendos promove retornos anormais (decorrentes de alterações de preço) para os acionistas de bancos e seguradoras do Brasil.

Hipótese de pesquisa

Dado que os estudos realizados por Novis Neto e Saito (2003), Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), Procianoy e Verdi (2009) e Cioffi e Famá (2010) indicaram que os anúncios de dividendos apresentam conteúdo informacional e, por isso, afetam o valor da ação, como estratégia metodológica, utilizamos o teste da seguinte hipótese:

- Existe uma associação entre o anúncio do pagamento de proventos e os retornos anormais de uma ação.

REFERENCIAL TEÓRICO

Política de proventos

Levando em conta a importância da política de proventos para a maximização da riqueza do acionista, encontramos uma questão ainda sem consenso: enquanto alguns autores entendem que essa política é

relevante para a maximização da riqueza dos acionistas, outros a consideram sem relevância. Por conta dessa falta de consenso, Black (1976) tratou essa questão como um enigma (*dividend puzzle*), cuja solução jamais será encontrada e, muito possivelmente, é situacional (dependente de uma série de fatores, como o país em que a empresa se encontra, a estabilidade de resultados, o endividamento etc.). Já Damodaran (2001) segue uma linha um pouco diferente, afirmando que depende do ciclo de vida na qual a empresa se encontra. Ou seja, empresas com alto crescimento, muitos projetos e alta perspectiva de dar bons resultados futuros tendem a pagar menos proventos do que aquelas que já estão bem estabelecidas, mas sem grandes perspectivas de crescimento.

A Teoria do Pássaro na Mão, desenvolvida por Gordon (1959) e Lintner (1956), trata a política de proventos como relevante aos acionistas, dado que, em um ambiente de incertezas, é preferível receber os proventos o quanto antes a manter os recursos na empresa para que sejam investidos em projetos para retornos futuros. Na contramão do que foi estabelecido por Gordon (1959) e Lintner (1956) e contrariando o paradigma existente na época so-

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

bre a importância das decisões de financiamento para maximização de riqueza do acionista, Miller e Modigliani (1961) demonstraram, com base em premissas (mercado perfeito, ausência de tributação, acionistas racionais etc.) e modelos teóricos, que o recebimento ou não de proventos é irrelevante para a maximização da riqueza dos acionistas, sendo relevante principalmente os bons projetos das empresas. No entanto, cabe questionar se a política de proventos estabelecida pela empresa comunica algo ao mercado. E, nessa perspectiva, o assunto é abordado pela Teoria da Sinalização, cujos principais autores são Miller e Rock (1985) e Bhattacharya (1979). Por essa teoria, podemos entender o aumento de proventos como uma sinalização de boas perspectivas de retornos futuros e a diminuição como um sinal de que há potenciais problemas na saúde financeira da empresa.

Ao realizarem uma análise acerca das teorias tratadas anteriormente, Frankfurter e Wood (2002) as dividiram assim: a Teoria de Miller e Modigliani (1961) considera que há informação total, ou seja, o mercado é eficiente na obtenção de informações, a Teoria da Sinalização parte da premissa de que há informação assimétri-

ca (portanto, o mercado é imperfeito) e a Teoria do Pássaro na Mão de Gordon (1959) e Lintner (1956) leva em conta princípios comportamentais.

Permeando o tema, também há a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), que indica que há conflito de interesse entre os proprietários (principais) e os administradores (agentes) do negócio. Portanto, ao pagarem proventos, as empresas deixam menos recursos disponíveis aos administradores, e, conseqüentemente, são reduzidos os custos de agência, uma vez que é reduzido o risco de os administradores alocarem recursos financeiros em projetos de baixa rentabilidade.

Por fim, há a Teoria da Preferência Tributária, segundo a qual se o ganho de capital e os dividendos são tributados a uma mesma alíquota, o acionista prefere a retenção de lucros, uma vez que a tributação é diferida. Se os dividendos forem isentos e o ganho de capital tributado, o acionista preferirá o recebimento de dividendos. E se os dividendos ferem tributados e o ganho de capital isento, dar-se-á preferência à retenção dos lucros. Miller e Modigliani (1961) consideraram esse efeito e o trataram como efeito clientela (o acionista prefere o nível de dividendos

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

mais adequados à faixa de tributação). Outros importantes autores que estudaram o assunto foram Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979).

Particularidades do Brasil

No caso do Brasil, segundo Procianny (2006), temos o seguinte histórico: até o controle da hiperinflação no Brasil, que se deu com o Plano Real, os acionistas não consideravam os proventos relevantes, uma vez que acabavam por ter o valor corroído pela inflação. Assim, somente após a estabilização da inflação, o mercado passou a dar importância aos proventos. Em sequência, houve um período de crescimento da bolsa de valores, e, por conta disso, os investidores passaram a dar mais valor aos ganhos de capital do que ao recebimento de proventos.

Quanto ao histórico de tributação dos proventos, ainda segundo Procianny (2006), podemos resumir-lo da seguinte forma: até 1983, eram tributados a uma alíquota de 23%. Após esse ano, passaram a ser tributados a 15% na fonte. No entanto, com a Lei n. 7.713/88, artigo 35, os proventos passaram a ser isentos, mas os lucros que poderiam ser distribuídos passaram a

ser tributados a uma alíquota de 8% por um tributo denominado Imposto sobre o Lucro Líquido (ILL). Com a Lei n. 7.799/88, artigo 55, houve tributação do ganho de capital a uma alíquota de 25%, mas havia correção pela Unidade Fiscal de Referência (Ufir) dos custos de aquisição. Isso era válido para todos, inclusive fundos de pensão que possuíam imunidade fiscal.

Além disso, existe no Brasil os JCP, instituídos pela Lei n. 9.249/95, que funcionam como os dividendos no sentido de distribuição de resultado, mas possuem benefício fiscal para as empresas pagadoras, ou seja, para finalidade fiscal, são considerados como despesa dedutível para IRPJ e CSLL.

Outra característica do Brasil, em linha com os estudos realizados por Procianny (2006) e Silva (2004), é o conflito que existe entre o controlador e o acionista minoritário, cuja tentativa de apaziguamento veio com a Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76), que estabeleceu o dividendo mínimo obrigatório, inclusive em situações em que o estatuto social seja omissivo. Esse conflito vem melhorando com o progressivo desenvolvimento da governança corporativa das empresas que visa à proteção dos acionistas minoritários.

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Tipologia da pesquisa

Trata-se de uma pesquisa de natureza quantitativa que, segundo Martins e Theóphilo (2009), é aquela que possibilita quantificar os dados e as evidências. Em um segundo momento, os dados passam por uma filtragem, organização e tabulação de modo a serem posteriormente submetidos a procedimentos estatísticos, por meio dos quais o pesquisador realiza as suas interpretações. Além disso, trata-se de um estudo teórico empírico que, em definição dada por Theóphilo e Iudícibus (2005), é amparado em fontes documentais (no caso, serão utilizados dados da empresa “ComDinheiro”), possui muitas vezes o propósito de testar hipótese e apresenta resultados na conclusão.

População e amostra

Consideraram-se os bancos e as seguradoras que compuseram o IBrX100 em dezembro de 2018, e, como intervalo de tempo, adotou-se o período de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018.

| | |
|--------|-----------------------|
| ITUB4 | Itaú Unibanco |
| BBDC4 | Bradesco |
| BBAS3 | Banco do Brasil |
| ITSA4 | Itaúsa |
| BBDC3 | Bradesco |
| BBSE3 | BB Seguridade |
| SANB11 | Santander |
| SULA11 | SulAmérica |
| IRBR3 | IRB Brasil Resseguros |
| PSSA3 | Porto Seguro |
| BRSR6 | Banrisul |

QUADRO 1 – Bancos e seguradoras que compuseram o IBrX100 no quarto trimestre de 2018

Fonte: BM&F Bovespa (2018).

Procedimentos de coleta de dados: instrumento e técnica

Para a obtenção de informações relativas à cotação das ações e do IBrX100 no período de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018, foi utilizado o sistema da empresa “ComDinheiro”. Já os fatos relevantes e o aviso aos acionistas com os anúncios de dividendos e JCP foram obtidos no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

Procedimento de tratamento de dados

Para cada evento foi considerada uma janela que compreende um intervalo de tempo com dias antes e depois do evento. No caso, consideraram-se dias úteis (3, 5 e 10) que foram descontados e acrescentados para estabelecer as datas de limite inferior e superior da janela do evento. Com base na cotação das ações e do IBrX100, calculou-se o retorno anormal acumulado com o emprego da seguinte equação:

$$CAR = [(P_{i+t} / P_{i-t}) - 1] - R_{IBrX100}$$

em que CAR é o retorno anormal acumulado; P_{i+t} o preço observado em t dias posteriores ao dia i ; P_{i-t} o preço observado em t dias anteriores ao dia i ; $R_{IBrX100}$ o retorno acumulado do IBrX100 do dia $i-t$ ao dia $i+t$.

Da base de dados, selecionamos as datas em que foram anunciados os proventos, e, a partir dessa seleção, realizou-se um teste de hipótese, cuja hipótese nula e alternativa foram as seguintes:

- H_0 : O retorno anormal acumulado na janela do evento é igual ao retorno

anormal médio de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018.

- H_1 : O retorno anormal acumulado na janela do evento é diferente do retorno anormal médio de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018.

Para testar essas hipóteses, utilizamos o teste t de Student que possibilitou o cálculo de intervalos de confiança, conforme a expressão a seguir:

$$IC95\%(\mu) = [\mu - t \cdot \frac{s}{\sqrt{n}}; \mu + t \cdot \frac{s}{\sqrt{n}}]$$

em que $IC95\%(\mu)$ é o intervalo de confiança; μ , o retorno acumulado médio; s , o desvio padrão amostral; n , o tamanho da amostra; e t , o coeficiente da tabela t de Student considerando um nível de significância de 5% e graus de liberdade conforme o tamanho da amostra.

A partir do cálculo do intervalo de confiança, foi possível identificar a região de aceitação e a região de rejeição da hipótese nula com nível de significância de 5%. Assim, pôde-se saber se cada evento gerou ou não retorno anormal. Além disso, calculou-se o retorno anormal acumulado médio para cada empresa, e realizou-se o

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

teste estatístico a fim de verificar se este apresenta retorno anormal.

RESULTADOS

No setor estudado (bancos e seguradoras listados no IBrX100), não há um predomínio na recorrência de pagamento de proventos (mensal, trimestral ou semestral-

mente), mas a recorrência é evidente, ocorrendo pelo menos de forma semestral. A única ação em que não se pôde avaliar essa recorrência de pagamentos foi a IRBR3, uma vez que abriu capital em 2017 na Bolsa de Valores (B3), não sendo, portanto, possível avaliar a consistência na recorrência do pagamento de dividendos.

TABELA 1 – Frequência predominante de pagamento de proventos

| Empresa | Dividendos / JCP | | |
|---------|------------------|-------------|------------|
| | Mensais | Trimestrais | Semestrais |
| ITUB4 | x | | |
| BBDC4 | x | | |
| BBAS3 | | x | |
| ITSA4 | | x | |
| BBDC3 | x | | |
| BBSE3 | | | x |
| SANB11 | | x | |
| SULA11 | | | x |
| IRBR3 | | | |
| PSSA3 | | x | |
| BRSR6 | | x | |

A partir dos anúncios (fatos relevantes e aviso aos acionistas) referentes aos pagamentos de proventos, foi possível identificar uma predominância quanto à frequência das liquidações financeiras no período estudado (de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018). Com base na tabela, verifica-se que o setor (bancos e seguradoras do Brasil) pagam proventos recorrentemente, com uma frequência pelo menos semestral. No caso de IRBR3, por ter aberto capital em bolsa em 2017, não foi possível avaliar essa predominância.

Fonte: Elaborada pelos autores.

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

Além disso, o pagamento desses dividendos é anunciado de duas formas: por meio de fato relevante ou aviso aos acionistas, a depender da política de divulgação. A Tabela 2 apresenta a forma de divulgação predominante em cada empresa.

TABELA 2 – Forma predominante de anúncio de proventos

| Empresa | Fato relevante | Aviso aos acionistas |
|---------|----------------|----------------------|
| ITUB4 | x | |
| BBDC4 | x | |
| BBAS3 | | x |
| ITSA4 | x | |
| BBDC3 | x | |
| BBSE3 | x | |
| SANB11 | | x |
| SULA11 | | x |
| IRBR3 | | x |
| PSSA3 | x | |
| BRSR6 | x | |

Após coletar os anúncios de proventos presentes no site da CVM, identificamos a forma predominante por meio da qual as empresas em estudo optaram por realizar os anúncios, ou seja, por meio de fato relevante ou aviso aos acionistas. A maioria optou por anunciá-los por meio de fato relevante, o que representa um indício da importância dada pelas empresas ao anúncio de proventos.

Fonte: Elaborada pelos autores.

O anúncio de proventos promoveu retornos anormais para 58% dos casos (considerando uma janela de três dias úteis antes e depois do evento), 61% (cinco dias úteis) e 79% (dez dias úteis). Esses dados permitem verificar que há sensibilidade do mercado ao anúncio de proventos. Além

disso, dado que quanto maior a janela do evento, maiores foram as anormalidades de retorno, há indício de persistência de retornos anormais em conformidade com o trabalho de Novis Neto e Saito (2003).

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

TABELA 3 – Anúncio de dividendos *versus* retornos anormais

| Empresa | Total de anúncios | 3 dias úteis | | 5 dias úteis | | 10 dias úteis | |
|---------|-------------------|-----------------|-----|-----------------|------|-----------------|------|
| | | Retorno anormal | % | Retorno anormal | % | Retorno anormal | % |
| ITUB4 | 14 | 6 | 43% | 8 | 57% | 13 | 93% |
| BBDC4 | 10 | 4 | 40% | 4 | 40% | 7 | 70% |
| BBAS3 | 39 | 17 | 44% | 21 | 54% | 31 | 79% |
| ITSA4 | 16 | 8 | 50% | 9 | 56% | 13 | 81% |
| BBDC3 | 10 | 3 | 30% | 5 | 50% | 5 | 50% |
| BBSE3 | 11 | 8 | 73% | 8 | 73% | 9 | 82% |
| SANB11 | 17 | 8 | 47% | 7 | 41% | 9 | 53% |
| SULA11 | 16 | 10 | 63% | 7 | 44% | 12 | 75% |
| IRBR3 | 3 | 2 | 67% | 3 | 100% | 3 | 100% |
| PSSA3 | 15 | 13 | 87% | 13 | 87% | 14 | 93% |
| BRSR6 | 22 | 21 | 95% | 21 | 95% | 21 | 95% |
| Total | 173 | 100 | 58% | 106 | 61% | 137 | 79% |

A partir dos anúncios referentes a proventos, foi possível identificar se individualmente promoveram ou não retorno anormal nas janelas de 3, 5 ou 10 dias úteis antes e depois da data do anúncio. Do total de anúncios estudados, a tabela indica a quantidade e o percentual de anúncios que promoveram retornos anormais. Por exemplo, do total de 173 anúncios, 100, 106 e 137 promoveram retornos anormais considerando as janelas anteriormente citadas, com representatividade de 58%, 61% e 79%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No entanto, para o teste de hipótese para o retorno anormal acumulado médio, não houve uma associação estatisticamente significativa entre as duas variáveis (conforme mostra a Tabela 4). Isso pode ser explicado pelo fato de o anúncio nem sempre promover ganhos anormais, mas também perdas anormais, o que faz com que,

em média, dado um período de cinco anos, não ocorra retorno anormal. Isso está em conformidade com a Teoria da Sinalização, uma vez que o aumento dos dividendos pode sinalizar aumento de lucros futuros, ao passo que a diminuição pode sinalizar futuros problemas na saúde financeira da empresa.

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

TABELA 4 – Retorno anormal médio acumulado (cumulative abnormal return – CAR) das empresas estudadas e os respectivos testes estatísticos para identificação de retornos anormais

| Ação | CAR (31.12.2013 a 31.12.2018) | | Teste estatístico | | CAR médio após o anúncio | Hipótese nula |
|--------|--|--------|-------------------|--------|--------------------------|---------------|
| | Dias úteis antes/ após o anúncio de dividendos | Médio | Mínimo | Máximo | | |
| ITUB4 | 3 | 0,27% | -1,38% | 1,91% | 1,32% | não rejeita |
| | 5 | 0,44% | -1,07% | 1,95% | 1,34% | não rejeita |
| | 10 | 0,83% | -0,52% | 2,18% | 1,90% | não rejeita |
| BBDC4 | 3 | 0,18% | -1,57% | 1,92% | 0,46% | não rejeita |
| | 5 | 0,30% | -1,32% | 1,93% | 0,49% | não rejeita |
| | 10 | 0,60% | -0,96% | 2,16% | 0,17% | não rejeita |
| BBAS3 | 3 | 0,37% | -3,26% | 4,00% | -0,49% | não rejeita |
| | 5 | 0,62% | -2,86% | 4,09% | 0,16% | não rejeita |
| | 10 | 1,14% | -2,00% | 4,28% | 1,97% | não rejeita |
| ITSA4 | 3 | 0,23% | -1,38% | 1,84% | 0,55% | não rejeita |
| | 5 | 0,78% | -2,20% | 3,75% | 2,60% | não rejeita |
| | 10 | 0,70% | -0,63% | 2,02% | 1,67% | não rejeita |
| BBDC3 | 3 | 0,12% | -1,74% | 1,98% | 0,57% | não rejeita |
| | 5 | 0,23% | -1,55% | 2,01% | 0,86% | não rejeita |
| | 10 | 0,45% | -1,28% | 2,18% | 0,05% | não rejeita |
| BBSE3 | 3 | 0,01% | -2,39% | 2,41% | 0,41% | não rejeita |
| | 5 | 0,03% | -2,16% | 2,22% | 0,29% | não rejeita |
| | 10 | -0,01% | -1,87% | 1,85% | 1,07% | não rejeita |
| SANB11 | 3 | 0,45% | -2,19% | 3,09% | 0,73% | não rejeita |
| | 5 | 0,73% | -1,69% | 3,15% | 1,28% | não rejeita |
| | 10 | 1,39% | -0,77% | 3,54% | 1,52% | não rejeita |

(continua)

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

TABELA 4 – Retorno anormal médio acumulado (cumulative abnormal return – CAR) das empresas estudadas e os respectivos testes estatísticos para identificação de retornos anormais

| Ação | CAR (31.12.2013 a 31.12.2018) | | Teste estatístico | | CAR médio após o anúncio | Hipótese nula |
|--------|--|-------|-------------------|--------|--------------------------|---------------|
| | Dias úteis antes/ após o anúncio de dividendos | Médio | Mínimo | Máximo | | |
| SULA11 | 3 | 0,27% | -2,77% | 3,30% | -1,99% | não rejeita |
| | 5 | 0,41% | -2,41% | 3,24% | -1,26% | não rejeita |
| | 10 | 0,73% | -1,90% | 3,36% | -0,01% | não rejeita |
| IRBR3 | 3 | 0,21% | -2,46% | 2,89% | 0,15% | não rejeita |
| | 5 | 0,32% | -2,18% | 2,83% | 0,70% | não rejeita |
| | 10 | 0,59% | -1,77% | 2,95% | 2,07% | não rejeita |
| PSSA3 | 3 | 0,21% | 0,00% | 0,42% | -1,50% | rejeita |
| | 5 | 0,35% | 0,10% | 0,61% | -2,49% | rejeita |
| | 10 | 0,64% | 0,31% | 0,97% | -0,12% | rejeita |
| BRSR6 | 3 | 0,25% | -0,01% | 0,51% | -0,06% | rejeita |
| | 5 | 0,44% | 0,13% | 0,75% | -0,68% | rejeita |
| | 10 | 0,85% | 0,43% | 1,28% | -1,82% | rejeita |

Para cada empresa, verificou-se se o retorno médio do período estudado das janelas (3, 5 e 10 dias úteis antes e depois do anúncio dos proventos) apresentava anormalidade. Para isso, foi utilizado teste estatístico (t de Student, com 5% de significância) a fim de apurar a zona de aceitação e a zona de rejeição da hipótese nula (que considera que o retorno anormal acumulado na janela do evento é igual ao retorno anormal médio de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018).

Fonte: Elaborada pelos autores.

ANÚNCIO DE PROVENTOS *VERSUS* RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

| Teoria | Autores principais | Contribuição teórica | Resultados encontrados <i>versus</i> teoria |
|-------------------------------|---|---|--|
| Teoria da Sinalização | Miller e Rock (1985) e Battacharya (1979) | Os dividendos possuem conteúdo informacional, podendo sinalizar resultados futuros. | A maioria dos anúncios de dividendos promoveu retornos anormais, o que dá indícios que representa uma fonte importante de informação para os acionistas. |
| Teoria da Agência | Jensen e Meckling (1976) | Os dividendos podem reduzir os custos de agência, uma vez que os agentes (administradores) ficam com menos recursos financeiros à disposição para tomada de decisões inadequadas para maximização de riqueza dos principais (acionistas). | Sob essa ótica, houve retorno anormal das ações na janela do anúncio dos proventos em decorrência da redução dos custos de agência decorrente do pagamento. |
| Teoria do Pássaro na Mão | Gordon (1959) e Lintner (1956) | O acionista prefere receber dividendos o quanto antes, uma vez que, em um ambiente suscetível a crises, é melhor garantir os recursos financeiros. | Os retornos anormais encontrados podem ser explicados pela preferência do acionista pelo recebimento de dividendos em detrimento da aplicação dos recursos financeiros em projetos das empresas. Isso possivelmente ficou mais evidente pelo fato de que, no período considerado, houve grande incerteza política e econômica. |
| Teoria de Modigliani e Miller | Modigliani e Miller (1961) | A partir de premissas, estabeleceram que é irrelevante para a riqueza do acionista o recebimento de proventos. | A partir da constatação de retornos anormais, podemos considerar que as decisões de distribuição de proventos são relevantes para o acionista, promovendo variações na riqueza do acionista, o que vai em sentido contrário ao que é apresentado nesta teoria. |

(continua)

QUADRO 2 – Fundamentação teórica para embasamento das conclusões obtidas

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

| Teoria | Autores principais | Contribuição teórica | Resultados encontrados versus teoria |
|---|---|---|---|
| Teoria da Preferência Tributária e Efeito Clientela | Modigliani e Miller (1961), Brennan (1970) e Litzenberger e Ramaswamy (1979). | O acionista considera essencialmente questões tributárias na decisão sobre recebimento de dividendos. | No período estudado, há uma assimetria fiscal no efeito do recebimento de dividendos, sendo este isento para os tributos sobre a renda enquanto o ganho de capital é tributável. Dessa forma, o acionista prefere receber dividendos, pois assim há menor incidência de tributos. |

QUADRO 2 – Fundamentação teórica para embasamento das conclusões obtidas

A partir dos dados coletados e analisados, foi possível estabelecer associações com as principais teorias presentes na literatura. O quadro identifica aquelas que contribuíram para fundamentar as conclusões.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por fim, quanto aos anúncios, não diferenciamos os que tratavam do mínimo obrigatório daqueles que tratavam dos adicionais; no entanto, há a possibilidade de existirem diferenças nos retornos anormais entre esses dois tipos de provento. Também não diferenciamos se o anúncio foi feito por meio de fato relevante ou aviso aos acionistas e se o provento se referiria a dividendos ou JCP. Portanto, a contribuição deste estudo restringe-se a identificar uma associação entre o anúncio de proventos e os retornos anormais, sendo estes positivos ou negativos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo possibilitou evidenciar que há associação entre o anúncio de proventos e

o retorno anormal de ações de bancos e seguradoras que compõem o IBrX100, ou seja, os anúncios estudados representaram um conteúdo informacional relevante para o acionista. Essa mesma associação, utilizando metodologias diferentes, foi encontrada nos estudos realizados por Novis Neto e Saito (2003), Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), Procianoy e Verdi (2009) e Cioffi e Famá (2010).

Explicações para essa associação podem ser respaldadas pelo o que há publicado até então na literatura. A começar pela Teoria da Sinalização, podemos supor que o anúncio de proventos possui um conteúdo informacional, de modo a diminuir assimetrias de informação, ou seja, sinais de lucros futuros que até o anúncio eram desconhecidos passam a sê-lo. De modo simi-

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

lar, podemos nos respaldar na Teoria da Agência, protagonizada por Jensen e Meckling (1976), por meio da qual podemos entender que os gestores da empresa, com menos recursos financeiros livres para tomada de decisão quanto à alocação, apresentam menor possibilidade de decidir por direcionar esses recursos a projetos pouco rentáveis; em outras palavras, com menos recursos em caixa nas empresas, há menor conflito de interesse.

Outra perspectiva de análise possibilitada pela literatura é a Teoria do Pássaro na Mão, cujos principais autores foram Lintner (1956) e Gordon (1959). Segundo esses autores, dadas as incertezas dos empreendimentos e do cenário macroeconômico, o acionista prefere receber proventos a aguardar ganhos de capital futuro com o reinvestimento dos recursos financeiros nos projetos das empresas. No caso deste estudo, o período estudado (de 31 de dezembro de 2013 a 31 de dezembro de 2018) foi evidentemente marcado por incertezas políticas e econômicas no Brasil.

Portanto, diferentemente da Teoria de Modigliani e Miller, na qual os dividendos são anunciados como indiferentes para a riqueza do acionista, há fortes evidências neste estudo de que os anúncios de proven-

tos afetam o valor de mercado das ações, dado que as premissas utilizadas por esses dois autores não necessariamente se aplicam ao Brasil, principalmente no que tange à eficiência dos mercados na obtenção de informações e precificação dos ativos.

Sob a ótica fiscal, podemos seguir a linha de Brennan (1970), segundo o qual os dividendos são relevantes somente quanto à diferença do tratamento fiscal que é dado aos proventos e ao ganho de capital. No período estudado, as normas fiscais tratam os dividendos com isentos para os tributos sobre a renda, ao passo que o ganho de capital com a venda das ações é tributado a 20%. Ou seja, há uma assimetria no tratamento fiscal, sendo o retorno anormal explicado, portanto, por essa isenção fiscal dos dividendos para os acionistas.

Não diferenciamos, para este estudo, se o anúncio de proventos se referiria ao mínimo obrigatório estabelecido pelo estatuto social ou a dividendos adicionais. No entanto, segundo o estudo realizado por Da Silva, Nardi e Tonani (2016), o anúncio desses dividendos adicionais é relevante para os acionistas, promovendo retornos anormais no período estudado (de 2010 a 2012).

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

Como indicação de estudos futuros, dado que as empresas do setor apresentam uma alta recorrência no pagamento de proventos (mensal, trimestral ou semestral), há a possibilidade de verificar se empresas que pagam proventos com maior recorrência apresentam retornos anormais diferentes daquelas que pagam com menor. Estudos, como o de Novis Neto e Saito (2003), Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004) e Corso, Kassai e Lima (2012), encontraram uma associação de retorno anormal em conformidade com o *dividend yield* das empresas, mas não relacionaram com a recorrência dos pagamentos. Outra possibilidade é verificar se há diferenças nos retornos anormais de acordo com o tipo de provento (dividendo ou JCP). Neste estudo, já que em muitos anúncios havia ambos os tipos de provento, não diferenciamos os tipos de anúncio.

EARNINGS ANNOUNCEMENT VERSUS ABNORMAL RETURNS: STUDY INVOLVING BRAZILIAN BANKS AND INSURANCE COMPANIES

ABSTRACT

Issues related to the payment of earnings to shareholders still lack pacification in the literature. One

of the key issues relates to its relevance to the shareholder. From the positioning of Modigliani and Miller, who, with the use of premises, have pointed it as irrelevant until the Signalization Theory, which emphasizes the informational content of dividends, being this an indicator of potential future results of the company. Given the lack of consensus in the literature, the objective of this study was to identify if there is an association between the announcement of earnings and the abnormal returns of the actions of banks and insurance companies in Brazil. For this, windows of three, five and ten business days before and after the announcement date were considered and the abnormal returns calculated in relation to the IBrX100. The main contribution of this study was to identify that there is such an association. To explain it, we support the Signalization Theory, in which dividends reduce informational assemblies; in the Agency Theory, with reference to the fact that conflicts of interest decrease; in the Bird's Hand Theory, in which, given the uncertainties in the political and economic scenario experienced by Brazil during the period studied (from December 31, 2013 to December 31, 2018), it is preferable for the shareholder to receive earnings as soon as possible; and in the Tax Preference Theory, in which it is advantageous to receive dividends (exempt from income tax in the period studied) to the detriment of capital gain (taxed at 20% in the period studied).

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

KEYWORDS

Announcement of dividends. Abnormal returns.
Banks. Insurance companies.

REFERÊNCIAS

- BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and “The Bird in the Hand” fallacy. *Bell Journal of Economics*, v. 10, p. 259-270, 1979.
- BLACK, F. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, v. 2, n. 2, p. 5-8, 1976.
- BM&F BOVESPA. Índice Brasil 100 (IBrX 100). 2018. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100-composicao-da-carteira.htm. Acesso em: 20 out. 2018.
- BRENNAN, M. Taxes: market valuation and corporate financial policy. *National Tax Journal*, v. 23, n. 4, p. 417-427, 1970.
- BRASIL. Lei n. 6.404, de 17 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm. Acesso em: 12 mar. 2019.
- BRASIL. Lei n. 7.713, de 22 de dezembro de 1988. Altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L7713.htm. Acesso em: 12 mar. 2019.
- BRASIL. Lei n. 7.799, de 10 de julho de 1989. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L7799.htm. Acesso em: 12 mar. 2019.
- BRASIL. Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9249.htm. Acesso em: 12 mar. 2019.
- CIOFFI, P. L. M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, FEA – USP*, 13., 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Consulta de documentos de companhias abertas. 2019. Disponível em: <http://cvmweb.cvm.gov.br/SWB/Sistemas/SCW/CPublica/CiaAb/FormBuscaCiaAb.aspx?TipoConsult=c>. Acesso em: 21 jan. 2019.
- CORSO, R. M.; KASSAI, J. R.; LIMA, G. A. F. S. Distribución de dividendos y de inte-

RODRIGO DANTAS YAMASHITA, GEORGE ANDRÉ WILLRICH SALES

- reses sobre el capital propio versus retorno de las acciones. *REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, v. 6, n. 2, p. 154-169, abr./jun. 2012.
- DA SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C.; TONANI, R. A relevância do dividendo adicional proposto. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Florianópolis, v. 13, n. 29, p. 179-202, maio/ago. 2016.
- DAMODARAN, A. *Corporate finance: theory and practice*. 2. ed.: Wiley & Sons, New York, 2001.
- FRANKFURTER, G. M.; WOOD, B. G. Dividend policy theories and their empirical tests. *International Review of Financial Analysis*, v. 11, n. 2, p. 111-155, 2002.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados das ações no período pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, FEA – USP, 4, 2004.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, p. 97-113, 1956.
- LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 7, n. 2, p. 163-195, 1979.
- MARKOWITZ, H. *Efficient diversification of investment*. Wiley & Sons, New York, 1959.
- MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, v. 52, n. 1, p. 24-29, 2012.
- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- MILLER, M. H.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

ANÚNCIO DE PROVENTOS VERSUS RETORNOS ANORMAIS:
ESTUDO ENVOLVENDO AÇÕES DE BANCOS E SEGURADORAS DO BRASIL

- NAGEM, L. M.; AMARAL, H. F. Retornos anormais das ações pós-pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro a partir de 2009. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, Curitiba, v. 5, n. 2, p. 61-73, maio/ago. 2013.
- NOVIS NETO, J. A.; SAITO, R. Pagamento de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 38, n. 2, p. 153-143, 2003.
- PROCIANOY, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, G.; LEAL, R. P. C. (Org.). *Gestão de investimentos e fundos*. Rio de Janeiro: Financial. 2006. p. 39-164.
- PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Dividend clientele, new insights, and new questions: the Brazilian case. *RAE-eletrônica*, v. 8, n. 1, jan./jun. 2009.
- SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP – Revista de Administração*, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- THEÓPHILO, C. R., IUDÍCIBUS, S. de. Uma análise crítico-epistemológica da produção científica em contabilidade no Brasil. In: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, *Anais* [...]. Brasília, 2005.