

6 Conclusões

Nossos resultados sugerem uma forte e positiva influência da taxa de dividendo, ou dos juros sobre o capital próprio sobre o retorno ajustado ao risco de ações negociadas na Bovespa. Devemos dividir o resultado em dois fatores, o impacto devido a um efeito de impostos e outros de natureza diversa, como por exemplo, de natureza informacional, ou de governança corporativa.

Um dos resultados dos estudos empíricos mais comuns nos EUA é que o impacto na relação da taxa de dividendo com o retorno deve ser neutralizado, ou pelo menos reduzido, pelo efeito clientela, onde investidores que têm uma posição favorável em relação ao pagamento de impostos em relação a dividendos ou juro sobre o capital próprio, investirão predominantemente nestas. Desta maneira, o efeito clientela eliminará a necessidade das ações brasileiras de compensarem seus acionistas com retornos maiores. Não encontramos resultados que evidenciem o efeito clientela, como o esperado, pois o sistema de impostos é o oposto ao americano, onde se privilegia o ganho de capital em detrimento do dividendo.

Quando corrigimos os retornos por tamanho (testamos e encontramos que o efeito como mostrado é estatisticamente significativo), continuamos encontrando uma relação positiva e significante tanto em relação aos juros sobre capital próprio como em relação aos dividendos. Também, não foram encontrados resultados que evidenciem o efeito clientela, mesmo quando corrigido por tamanho.

Para testar somente o efeito de impostos, retiramos as observações em que o dia do anúncio da distribuição do dividendo é o mesmo em que fica ex-dividendo e retiramos os dividendos de valor pequeno. Encontramos que o coeficiente dos juros sobre o capital próprio continua significante e positivo, enquanto o coeficiente do dividendo não se mostrou significativos. Este resultado é consistente com o efeito de impostos, pois este seria o resultado esperado (os juros sobre o capital próprio pagam impostos, enquanto os dividendos não são tributados).

Portanto, devemos interpretar os resultados encontrados no trabalho em duas partes: existe um efeito no dia em que a empresa fica ex-dividendo; e, que

não podemos negar a hipótese de impostos, pois os resultados foram coerentes nesta hipótese.

Entre os efeitos que podem causar os resultados o coeficiente significativo sobre o dividendo, podemos citar:

1. A informação contida no anúncio do valor do dividendo distribuído.
2. Efeito devido a estrutura do índice Bovespa, quando, se distribui um dividendo, o índice compra a mesma ação pelo preço de fechamento do dia anterior, forçando a investidores passivos comprarem a ação no dia em que ficam ex.
3. Problemas de agência (governança corporativa), como por exemplo, em casos que a empresa informa ao mercado a retenção de lucro, este valor é efetivamente adicionado ao valor da empresa devido ao medo dos investidores de que os acionistas invistam em projetos com valor presente negativo e, assim, a empresa destrua valor deste caixa quando retido na empresa.

Desta maneira, verificamos a existencia de um prêmio de risco dado ao dividendo e ao juro sobre o capital próprio e para descobrir sua origem devemos aprofundar os estudos nos fatores citados acima e, especialmente, em estudos de problemas de agência no mercado acionário brasileiro.