UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM MODELO DE APOIO À DECISÃO

Marcelo Augusto Ambrozini

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

RIBEIRÃO PRETO

2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Marcos Fava Neves
Chefe do Departamento de Administração

MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM MODELO DE APOIO À DECISÃO

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-RP/USP.

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

RIBEIRÃO PRETO

2011

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ambrozini, Marcelo Augusto

Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão.
Ribeirão Preto, 2011.

236 p. : il. ; 30 cm

Tese de Doutorado, apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de
São Paulo (FEA-RP/USP). Área de concentração: Finanças.

Orientador: Pimenta Júnior, Tabajara.

1. Administração financeira 2. Dividendos. 3. Modelo de decisão.

**À minha mãe, por ter dedicado toda
sua vida à prática da forma mais
sublime do amor: a doação
Te amo mãe!**

Agradeço primeiramente a Deus, a Jesus, à Maria e ao meu Anjo da Guarda, por terem me dado saúde, energia, inspiração e persistência para concluir mais esse projeto acadêmico.

À minha família: meu pai, minha mãe, minha irmã, meu cunhado Gilberto, minhas tão queridas sobrinhas Olívia e Victória e minha Tia Cida. Agradeço por serem pessoas tão maravilhosas e por sempre estarem presentes na minha vida, me apoiando em todas as minhas decisões.

Ao grande mestre Tabajara, exemplo de bom senso e sapiência, a quem eu carregarei uma dívida de gratidão pelo resto da minha vida. Obrigado Taba pelo apoio incondicional em todas as fases do meu doutorado!

A todos os amigos que eu fiz na FEA-RP ao longo desses anos. Não quero aqui citar nomes para não cometer a injustiça de me esquecer de alguém.

A todos os coordenadores de cursos que me deram oportunidades ao longo da minha carreira docente, em especial ao Eduardo Cicconi por ter sido o primeiro a confiar no meu trabalho.

A todos os professores da FEA-RP, sem exceção, que fizeram com que eu me apaixonasse por esta instituição desde o primeiro dia em que eu aqui estive. Em especial à profa. Adriana Procópio, ao prof. Alexandre Assaf Neto, ao prof. Fabiano Guasti Lima e ao prof. Marcelo Nagano (hoje na EESC-USP). Seria impossível expressar em poucas palavras o respeito e a admiração que eu tenho por vocês.

Ao professor Sílvio Nakao e à profa. Adriana Procópio pelas valiosíssimas contribuições ao meu trabalho e pelos sábios conselhos dados no exame de qualificação.

Aos muitos funcionários da FEA-RP com que eu tenho convivido ao longo desses anos: Ângela, Cristina, Denise, Dona Cidinha, Eduardo Castaldelli, João, Sandra, Sérgio, Seu Neves e Toninho. Em especial, gostaria de manifestar minha enorme gratidão à Érika e à Vânia, que sempre me ajudaram com a maior boa vontade do mundo.

A todos os cidadãos contribuintes fiscais do estado de São Paulo, que financiaram meus estudos desde a primeira série do primeiro grau até o término do meu doutorado.

**“Entrega o teu caminho ao SENHOR,
confia nele, e o mais ele fará.”**

Salmos 37:5

RESUMO

Do ponto de vista financeiro, o objetivo de uma empresa é promover a maximização da riqueza econômica dos seus acionistas. Por essa lógica, uma decisão de investimento só deve ser aceita se o retorno oferecido pelo projeto superar o custo do capital nele empregado. Nas decisões de financiamento, busca-se atingir a estrutura ótima de capital da empresa, que leve a minimização da média ponderada dos custos de capital da companhia e, consequentemente, à maximização da riqueza do acionista. Mas, ao contrário das decisões de investimento e de financiamento, as decisões de dividendos não possuem como princípio norteador um único parâmetro a ser seguido, já que diversos fatores financeiros, legais, fiscais e até mesmo comportamentais afetam essa decisão. A literatura de finanças apresenta um modelo para a decisão de dividendos chamado de Modelo de Dividendos Residuais (MDR). Nele, o percentual de dividendos a ser distribuído é determinado com base no lucro líquido contábil, no índice alvo de capital próprio da empresa e no orçamento de capital. No entanto, além de não priorizar a maximização da riqueza do acionista, entende-se que o MDR deixa de contemplar algumas importantes variáveis que deveriam ser levadas em consideração no momento da definição *payout* de dividendos, conforme preconizado pela literatura de finanças. Neste trabalho, foi realizada uma pesquisa empírica que verificou se, na prática, os gestores das companhias brasileiras de capital aberto levam em consideração os diversos fatores apresentados pelos estudos acadêmicos como sendo fundamentais para as decisões de dividendos. Em seguida, foi proposto um modelo conceitual de apoio ao processo de tomada de decisão de destinação dos lucros que leva em consideração fatores como a geração de valor econômico ao acionista, as particularidades legais e tributárias brasileiras, o poder de distorção da inflação na formação do lucro contábil, a estrutura ótima de capital da empresa, a existência de projetos futuros com valor presente líquido positivo, o fluxo de caixa livre para o acionista, entre outros. Esse modelo tem como objetivo oferecer um mapa decisório conceitual mais abrangente do que o MDR e espera-se que forneça um parâmetro mais adequado para as decisões de dividendos por parte dos gestores empresariais brasileiros.

ABSTRACT

From the financial management point of view, the objective of a company is to promote the maximization of their shareholders economical wealth. So, an investment decision could only be accepted if the return on this investment surpass the capital spend to generate it. In financing decisions, the goal is to achieve the company's optimal capital structure leading to the minimization of the weighted average cost of capital of the company, consequently, the maximization of the shareholder wealth. But, unlike the investment and financing decisions, the dividends decisions do not have as a guiding principle a single parameter to be followed, since several financial, legal, fiscal and even behavioral factors affect this decision. The financial management literature presents a model of dividends decisions called Residual Dividend Model (RDM), a model in which the percentage of dividends to be shared is determined based on accounting net profit, on the equity target measure and on the capital budget. However, besides not to prioritize the maximization of the shareholder's wealth, it is understood that the RDM fails to address some important variables that should be taken into account when setting the dividend payout, as showed by the financial management literature. The present study aimed to verify by an empirical research whether the managers of Brazilian public companies take into account the various factors presented by academic studies as being essential for the dividend decisions. And then it was proposed a conceptual model to support the decision making process for the profit destination which takes into consideration factors such as economic value to shareholders, the particularities of Brazilian legal and tax systems, the distortion caused by the inflation in the accounting profit, the optimal capital structure of the company, the existence of future projects with positive net present value, free cash flow to shareholders, among others. This model aims to provide a decision map concept wider than the RDM and it is expected to provide a more appropriate parameter for the dividends decisions by the Brazilian business managers.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE GRÁFICOS	6
LISTA DE QUADROS	7
LISTA DE FIGURAS	7
1. INTRODUÇÃO	8
2. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE DIVIDENDOS	17
2.1 Trabalhos seminais sobre os dividendos	18
2.2 Estudos sobre os dividendos no Brasil	27
2.3 Resumo das principais observações dos estudos sobre os dividendos	65
3. PARTICULARIDADES BRASILEIRAS ACERCA DOS DIVIDENDOS	68
3.1 O dividendo mínimo obrigatório	69
3.2 A questão dos 25% de dividendos	75
3.3 As ações preferenciais e o conflito entre preferencialistas e ordinários	78
3.4 O processo de distribuição de dividendos	81
3.5 Juros Sobre Capital Próprio	83
3.6 Considerações finais a respeito das particularidades legais brasileiras sobre os dividendos	88
4. METODOLOGIA DE PESQUISA	90
4.1 Procedimentos utilizados na construção da revisão da literatura	93
4.2 O Instrumento de Coleta de Dados	95
4.3 Aplicação do questionário	103
4.4 A natureza dos dados	104
4.5 Procedimentos utilizados na determinação da amostra	105
4.6 Obtenção das respostas dos questionários	107
4.7 Preparação dos dados para análise	109
4.8 Codificação, entrada dos dados e sua transformação	110
4.9 Técnicas estatísticas empregadas na análise dos resultados	111
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	114
6. O MODELO DE APOIO À DECISÃO DE DIVIDENDOS	166
6.1 O ambiente de retenção de lucros	170

6.2. O ambiente de distribuição de lucros	188
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS	200
REFERÊNCIAS	204
REFERÊNCIA JURÍDICA	219
APÊNDICE 1 – O instrumento de coleta de dados	220
APÊNDICE 2 – Relação de empresas da população	224

LISTA DE ABREVIATURAS

AGE: Assembleia Geral Extraordinária.
 AGO: Assembleia Geral Ordinária.
 BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.
 BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo.
 CAPM: *Capital Asset Pricing Model*.
 CFO: *Chief Executive Officer*.
 CMB: Correção Monetária de Balanços.
 CMPC: Custo Médio Ponderado de Capital.
 COFINS: Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.
 CSSL: Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.
 CVM: Comissão de Valores Mobiliários.
 DRE: Demonstração do Resultado do Exercício.
 EBF: Encontro Brasileiro de Finanças.
 EnAnpad: Encontros da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração.
 EVA: *Economic Value Added*.
 FCFE: *Free Cash Flow to Equity*.
 FEA: Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade.
 FGV: Fundação Getúlio Vargas.
 IASB: *International Accounting Standards Board*.
 IBrX: Índice Brasil.
 IFRS: *International Financial Reporting Standards*.
 IGP-m: Índice Geral de Preços - Mercado.
 IGP-DI: Índice Geral de Preços - Disponibilidade Interna.
 IRPJ: Imposto de Renda da Pessoa Jurídica.
 IRR: *Internal Rate Return*.
 JSCP: Juros sobre Capital Próprio.
 Ke: *Cost of Equity*.
 LAJIDA: Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.
 LDM: Lucro Distribuível Máximo.
 LRT: Lucro com Retenção Temporária.
 MDR: Modelo de Dividendos Residuais.
 NPV: *Net Present Value*.
 ONU: Organização das Nações Unidas.
 PIS: Programa de Integração Social.
 PL: Patrimônio Líquido.
 PRA: Programa de recompra de ações.
 RAUSP: Revista de Administração da USP.
 RIR: Regulamento do Imposto de Renda.
 ROA: *Return on Assets*.
 ROE: *Return on Equity*.
 SA: Sociedades Anônimas.
 SCIELO: *Scientific Electronic Library Online*.
 SIBi: Sistema Integrado de Bibliotecas.
 TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo.
 USP: Universidade de São Paulo.
 VPD: Valor Passível de Distribuição.
 WACC: Weighted Average Capital Cost.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Escores atribuídos para cada variável do questionário	99
Tabela 2 – Resumo dos retornos dos questionários.....	109
Tabela 3 – Relação das variáveis utilizadas pelo instrumento de coleta de dados.....	114
Tabela 4 – Distribuição de frequência da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório	115
Tabela 5 - Medidas de tendência central e dispersão da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório	117
Tabela 6 - Distribuição de frequência da variável 2: Estatuto Social da Companhia ..	118
Tabela 7 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 2: Estatuto social da companhia.....	119
Tabela 8 – Distribuição de frequência da variável 3: Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.....	120
Tabela 9 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 3: Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros	121
Tabela 10 – Distribuição de frequência da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social	122
Tabela 11 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social.....	124
Tabela 12 – Distribuição de frequência da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros.....	125
Tabela 13 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros	126
Tabela 14 – Distribuição de frequência da variável 6: Expectativa de lucros futuros .	128
Tabela 15 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 6: Expectativa de lucros futuros	129
Tabela 16 – Distribuição de frequência da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.....	130
Tabela 17 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.....	131
Tabela 18 – Distribuição de frequência da variável 8: Efeito da inflação na formação do lucro contábil	132
Tabela 19 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 8: Efeito da inflação na formação do lucro contábil	134
Tabela 20 – Distribuição de frequência da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos	135
Tabela 21 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.....	136
Tabela 22 – Distribuição de frequência da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.....	137
Tabela 23 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital	138
Tabela 24 – Distribuição de frequência da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).....	139
Tabela 25 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio)	140
Tabela 26 – Distribuição de frequência da variável 12: Grau de consolidação da empresa no seu setor.....	140

Tabela 27 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 12: Grau de consolidação da empresa no seu setor	141
Tabela 28 – Distribuição de frequência da variável 13: Grau de estabilidade dos lucros da empresa	142
Tabela 29 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 13: Grau de estabilidade dos lucros da empresa.....	144
Tabela 30 – Distribuição de frequência da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua.....	144
Tabela 31 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua	145
Tabela 32 – Distribuição de frequência da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor	146
Tabela 33 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor	147
Tabela 34 – Distribuição de frequência da variável 16: Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral	148
Tabela 35 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 16 – Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral	149
Tabela 36 – Distribuição de frequência da variável 17: Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.....	150
Tabela 37 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 17: Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro	151
Tabela 38 – Distribuição de frequência da variável 18: Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.....	152
Tabela 39 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 18 – Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente	154
Tabela 40 – Distribuição de frequência da variável 19: Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista	154
Tabela 41 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 19 – Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista	156
Tabela 42 – Distribuição de frequência da variável 20: Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.....	156
Tabela 43 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 20: Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa	157
Tabela 44 – Resumo das distribuições de frequência das variáveis do questionário ...	158
Tabela 45 – Resumo das medidas de dispersão e de tendência central das variáveis do questionário	159
Tabela 46 – Respostas da questão 21: Outros fatores levados em consideração na decisão de dividendos	160
Tabela 47 – Cargos exercidos pelos respondentes do questionário.....	163
Tabela 48 – Destruição da riqueza do acionista pelo reinvestimento do lucro	169

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Histograma da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório	116
Gráfico 2 – Histograma da variável 2: Estatuto Social da Companhia	118
Gráfico 3 – Histograma da variável 3: Disponibilidade de caixa da empresa.....	121
Gráfico 4 – Histograma da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social ...	124
Gráfico 5 – Histograma da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros	126
Gráfico 6 – Histograma da variável 6: Expectativa de lucros futuros.....	128
Gráfico 7 – Histograma da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações	131
Gráfico 8 – Histograma da variável 8: Efeito da inflação na formação do lucro contábil	133
Gráfico 9 – Histograma da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos	135
Gráfico 10 – Histograma da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.....	137
Gráfico 11 – Histograma da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio)	139
Gráfico 12 – Histograma da variável 12: Grau de consolidação da empresa no seu setor	141
Gráfico 13 – Histograma da variável 13: Grau de estabilidade dos lucros da empresa	143
Gráfico 14 – Histograma da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua	145
Gráfico 15 – Histograma da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.....	147
Gráfico 16 – Histograma da variável 16: Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral	149
Gráfico 17 – Histograma da variável 17 - Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.....	151
Gráfico 18 – Histograma da variável 18 - Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.....	153
Gráfico 19 – Histograma da variável 19: Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.....	155
Gráfico 20 – Histograma da variável 20 – Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.....	157

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Caixa de texto com as instruções para o preenchimento do questionário ...	96
Quadro 2 – Texto dos rótulos das respostas das perguntas fechadas do questionário....	98
Quadro 3 – Texto da pergunta 21 do questionário	101
Quadro 4 – Texto da pergunta 22 do questionário	102
Quadro 5 – Texto da pergunta 23 do questionário	102
Quadro 6 – Texto da pergunta 24 do questionário	103
Quadro 7 – Texto da pergunta 25 do questionário	103

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – O princípio fundamental das finanças corporativas	11
Figura 2 – O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros	171

1. INTRODUÇÃO

No ambiente das finanças corporativas, existem três decisões fundamentais que norteiam a vida das empresas: a decisão de investimento, a decisão de financiamento e a decisão de dividendos (DAMODARAN, 2002, p. 31). Naturalmente, essas não são as únicas questões pertinentes às finanças empresariais, mas resumem as decisões mais importantes que o gestor financeiro tem que tomar cotidianamente (ROSS, WESTERFIELD e JAFFE, 2002, p. 23).

O princípio norteador das decisões de investimento propõe simplesmente que uma empresa só deve investir em um ativo quando o retorno oferecido por esse ativo superar o retorno mínimo aceitável pela empresa (DAMODARAN, 2002, p. 31). Esse retorno mínimo aceitável baseia-se, em parte ou totalmente, no custo do capital de terceiros e no custo do capital próprio levantado para o financiamento do ativo. Portanto, se empresa aplicar sistematicamente seus recursos financeiros em projetos de investimento que ofereçam um retorno superior ao custo do capital empregado naquele projeto, estará sendo eficiente nessa decisão.

A decisão de financiamento, por sua vez, é aquela que se relaciona com a fonte de obtenção dos recursos. Nela, busca-se verificar qual a ponderação ideal entre capital dos acionistas e dos credores que uma empresa deve buscar para se financiar. O conceito de estrutura ótima de capital vincula-se à proporção de recursos próprios e de terceiros a ser mantido por uma empresa que leva à maximização da riqueza do acionista (ASSAF NETO, 2009, p. 442). A determinação dessa porcentagem ideal de passivo oneroso e patrimônio líquido é conhecida como *mix* ótimo de financiamento e permite que a empresa minimize a média ponderada dos custos de capital, aumentando assim, o seu valor econômico.

Para as duas decisões apresentadas anteriormente existem parâmetros bem objetivos que podem ser assim resumidos: as decisões de investimento devem ser tomadas sempre que um ativo oferecer um retorno maior do que o custo do capital que irá financiá-lo e as decisões de financiamento devem sempre ser tomadas tendo como parâmetro a busca estrutura ótima de capital da companhia.

No entanto, a terceira grande decisão das finanças corporativas está relacionada à destinação dos lucros da empresa. Esta decisão não é pautada por um parâmetro único. Ao final de um exercício social, os gestores, juntamente com os membros do conselho de administração, com o aval do conselho fiscal e com a aprovação dos acionistas têm que decidir se irão reinvestir o lucro na empresa, se irão devolvê-lo aos acionistas e qual o percentual de retenção e o percentual de devolução. Além disso, se houver distribuição de lucros, qual a forma ideal dentre as várias formas de se retornar recursos aos acionistas será utilizada – tais como dividendos, Juros sobre Capital Próprio (JSCP) ou recompra de ações –, qual a periodicidade dos pagamentos – mensal, trimestral, semestral, anual etc.

Além desses fatores decisórios internos à empresa, os gestores devem também estar atentos aos diversos aspectos relacionados ao conteúdo informacional que os dividendos enviam ao mercado e aos aspectos ligados às finanças comportamentais dos acionistas. Isso porque, diversos estudos, entre eles o de Graham et al. (1962, p. 518), mostram que, devido a imperfeições de mercado, a distribuição de dividendos por si só tem a capacidade de elevar o valor das ações, a partir da premissa de que o preço de uma ação é função de sua capacidade de pagamento de dividendos e, assim, duas empresas com o mesmo poder de geração de lucros e com a mesma posição em seu setor, aquela que pagar maiores volumes de dividendos quase sempre será negociada a um preço maior.

Com relação aos aspectos comportamentais, Gordon (1963) afirma que os dividendos são desejados pelos acionistas que possuem maior aversão ao risco, pois dividendos são ganhos certos no presente, ao passo que a valorização das ações é um evento incerto no futuro. Os diversos estudos nessa área de pesquisa em dividendo formaram a chamada teoria do pássaro na mão, em alusão ao ditado popular que diz que mais vale um pássaro na mão, do que dois voando.

Outra teoria de dividendos relacionada aos aspectos comportamentais dos acionistas é chamada de efeito clientela. Alguns estudos nessa área foram desenvolvidos, por exemplo, por Pettit (1977), que observou que as empresas mais seguras, com investidores mais velhos e menos capitalizados, eram inclinadas a pagar volumes maiores de dividendos do que empresas com investidores mais ricos e mais

jovens. Já Lewellen et al. (1978), descobriram que as pessoas mais idosas, pessoas não muito bem empregadas, mulheres e pequenas famílias preferem o recebimento de dividendos em dinheiro ao invés de aguardar a valorização dos seus papéis.

Todos esses e outros fatores compõem as decisões relacionadas à destinação dos lucros empresariais. A decisão de dividendos será o objeto de estudo deste trabalho. Para Brealey, Myers e Allen (2008, p. 362), as decisões sobre dividendos se interligam, frequentemente, com as decisões de financiamento e de investimento. Assim, a decisão de dividendos tanto depende das duas outras decisões anteriores quanto nelas interfere. Além disso, diferentemente das decisões de investimento e de financiamento que seguem lógicas universais, ou seja, são válidas em qualquer país porque se baseiam em técnicas matemáticas, as decisões de dividendos estão sujeitas às particularidades legais e tributárias de cada nação. Por isso, os parâmetros usados para se decidir sobre a distribuição de lucros em empresas situadas nos Estados Unidos, por exemplo, não são válidos para as companhias brasileiras, uma vez que as legislações desses dois países possuem regulamentações específicas relacionadas aos dividendos, o que torna essa decisão ainda mais complexa para os gestores empresariais.

Damodaran (2002, p. 22) define as decisões de investimento, de financiamento e de dividendos como sendo a base do princípio fundamental das finanças corporativas. Ao tomar essas três decisões empresariais, os gestores financeiros buscam de uma forma coerente uma meta final, que se presume que seja o de maximizar o valor da empresa, conforme ilustrado na Figura 1.

A Figura 1 resume de maneira objetiva quais são os parâmetros que devem ser levados em consideração na tomada das três principais decisões relacionadas às finanças corporativas. Focando apenas na questão dos dividendos, é interessante observar que a decisão de distribuir lucro aos acionistas é tomada a partir do momento em que não existem mais projetos de investimentos suficientes que superem o custo do capital, chamado de taxa de corte. A decisão do volume a ser distribuído, consequentemente, é tomada com base no caixa disponível após ter sido atendidas todas as necessidades da empresa. A forma de distribuição de dividendos dependerá das preferências dos acionistas.

Figura 1 – O princípio fundamental das finanças corporativas

FONTE: Adaptado de Damodaran (2002, p. 21).

Uma empresa pode decidir distribuir lucros simplesmente pelo fato de não ter projetos de investimentos que ofereçam um retorno maior que o mínimo exigido pelos acionistas, tornando a decisão de dividendos um subproduto da decisão de investimento. Além disso, a empresa poderia decidir distribuir dividendos pela necessidade de reduzir a porcentagem de patrimônio líquido na sua estrutura de capital, buscando atingir a sua estrutura ótima de capital. Nesse caso, os dividendos seriam um subproduto da decisão de financiamento.

Portanto, observa-se que a decisão de dividendos é uma decisão residual às decisões de investimento e de financiamento. O lucro a ser devolvido aos acionistas é gerado quando a empresa é eficiente nas decisões de investimento, no sentido de investir recursos financeiros em projetos com valor presente líquido positivo. Se a retenção desse excedente de recursos não for justificada pela existência de bons projetos

futuros ou, se a empresa decide se financiar com recursos advindos de terceiros, esse lucro deve então ser distribuído.

A ideia de que a decisão de dividendos é um subproduto das decisões de investimento e de financiamento forneceu as bases para a proposição do Modelo de Dividendos Residuais (MDR), apresentado por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 645). De acordo com os autores, o índice de distribuição ótimo de dividendos para determinada empresa é uma função de quatro fatores: (i) preferência dos acionistas por dividendos *versus* ganhos de capital; (ii) oportunidades de investimento da empresa; (iii) estrutura ótima de capital da companhia e (iv) disponibilidade de capital externo e o seu custo. Os autores combinaram os três últimos elementos anteriormente descritos e propuseram o Modelo de Dividendos Residuais de acordo com a seguinte expressão:

$$\text{Dividendos} = \text{Lucro Líquido} - [(\text{índice alvo de capital próprio}) * (\text{orçamento de capital total})]$$

De acordo com o MDR, uma empresa deve seguir os seguintes passos para decidir o volume de dividendos a serem distribuídos: (1) a empresa determina o seu orçamento de capital; (2) a empresa determina o montante de capital próprio necessário para financiar esse orçamento, definido com base na estrutura ótima de capital; (3) utiliza os lucros acumulados até o limite do capital próprio definido no item anterior e; (4) paga dividendos somente se restar lucros. A distribuição de dividendos é baseada nos lucros restantes desse processo, advindo daí o nome de dividendos residuais. (BRIGHAM, GAPENSKI E EHRHARDT, 2001, p. 645).

Portanto, percebe-se que a decisão de dividendos possui uma particularidade em relação às decisões de investimento e de financiamento. Enquanto a decisão de investimento possui como parâmetro o retorno dos projetos de investimento que superam do custo do capital e que a decisão de financiamento busca atingir a estrutura ótima de capital capaz de minimizar a média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros, a decisão de dividendos não possui um único parâmetro para sua definição. O MDR apresenta quatro fatores como sendo os principais para a decisão de dividendos.

No entanto, alguns questionamentos ao modelo MDR se fazem pertinentes neste ponto: uma empresa que não gera valor econômico ao acionista, poderia reter todo o lucro gerado nas suas operações ou então apenas distribuir dividendos se restar algum caixa após realizar seus investimentos? Uma companhia que, paulatinamente, não oferece um retorno ao acionista acima do mínimo por ele exigido e que retém, sistematicamente, os lucros gerados internamente, não estaria negligenciando os interesses dos acionistas de maximização da sua riqueza pessoal? Seria o Modelo de Dividendos Residual aplicável à realidade das empresas brasileiras, no tocante ao dividendo mínimo obrigatório previsto em Lei e à figura dos Juros sobre Capital Próprio? Ao partir do lucro líquido contábil como insumo básico para a decisão dos dividendos, o MDR seria eficiente mesmo para empresas inseridas em economias que convivem com altas taxas de inflação e que não consideram os efeitos inflacionários na formação do lucro?

Problema de pesquisa

Com base em tudo isso que foi exposto até aqui, a principal pergunta que norteia essa pesquisa é: na prática, quais os fatores levados em consideração pelos gestores das companhias brasileiras de capital aberto no momento da decisão da destinação dos lucros obtidos pela empresa? A resposta para essa pergunta permitirá verificar se os gestores levam em consideração os fatores apresentados pela literatura de finanças e fornecerá as bases para a proposição de um modelo de apoio à decisão de dividendos.

Objetivo do trabalho

O objetivo deste trabalho é fazer um levantamento dos principais fatores levados em consideração pelos gestores brasileiros no momento da definição da destinação dos lucros apurados pelas empresas. Eventuais deficiências apuradas no processo de decisão de dividendos observados na prática destoantes da teoria de finanças apoiarão a proposta de um modelo de apoio à decisão de dividendos que leve em consideração fatores como (i) a geração de valor econômico ao acionista, (ii) as particularidades legais e tributárias brasileiras, (iii) o poder de distorção da inflação na formação do lucro contábil, (iv) a estrutura ótima de capital da empresa, (v) a existência de projetos

futuros com valor presente líquido positivo, (vi) o fluxo de caixa livre para o acionista, entre outros.

Além desses fatores que deveriam ser analisados *ex-ante* a decisão de dividendos, existem ainda algumas outras importantes considerações a serem feitas aos gestores com relação à forma de devolução de fundos aos acionistas e também com relação aos aspectos comportamentais que envolvem a decisão de alterações nas políticas de dividendos.

Objetivos específicos

Para que seja possível cumprir o objetivo deste trabalho, inicialmente será feita uma ampla revisão da literatura para se levantar os fatores apontados pelos estudos científicos desenvolvidos até o presente momento que deveriam ser considerados na decisão de dividendos. Em seguida, serão analisadas as particularidades da legislação brasileira sobre o processo de destinação dos lucros. Esses levantamentos servirão como base para a construção de um questionário que buscará verificar se, na prática, os gestores das companhias brasileiras de capital aberto levam em consideração os fatores apontados pelos estudos acadêmicos como sendo fundamentais na decisão de dividendos. Eventuais falhas no processo prático de decisão dos dividendos levantados com base nas análises das respostas do questionário aliados aos fatores considerados pela teoria de finanças como fundamentais para a decisão de destinação dos lucros fornecerão as bases para a proposta de um modelo de apoio à decisão de dividendos.

O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros que será aqui proposto terá como objetivo oferecer um mapa decisório conceitual com uma quantidade maior de fatores do que aqueles utilizados no Modelo de Dividendos Residuais (MDR). Espera-se que esse modelo forneça um parâmetro mais adequado para a decisão de dividendos por parte dos gestores empresariais, levando-se em consideração as particularidades legais brasileiras, e que auxilie na definição de uma política de dividendos que considere, de uma maneira ordenada, organizada e integrada, todos os fatores relevantes que devem ser levados em consideração na decisão sobre a destinação dos lucros.

A seguir, o capítulo 2 fará a revisão dos principais estudos acadêmicos desenvolvidos sobre os dividendos desde sua origem até os dias atuais. Esse capítulo inicia-se com os trabalhos seminais que deram origem às discussões sobre o papel que as políticas de dividendos têm de influenciar a realidade das empresas e do mercado de capitais. Como essa discussão foi iniciada nos Estados Unidos na década de 1950, a revisão bibliográfica será iniciada com os estudos americanos. Após o surgimento das primeiras teorias sobre os dividendos, os estudos empíricos posteriores que questionaram algumas condições hipotéticas propostas pelos primeiros pesquisadores desta área, serão apresentados na sequência.

Esses questionamentos realizados por autores americanos despertaram a curiosidade de pesquisadores no Brasil, que começaram a replicar esses estudos dentro da realidade brasileira. Assim, a segunda parte da revisão bibliográfica será destinada à apresentação dos estudos nacionais sobre os dividendos. Como os estudos sobre os dividendos, tanto no Brasil quanto nos Estados Unidos exploraram diversas variantes desse tema, a revisão da literatura será agrupada por escolas de pensamento ao invés de serem apresentadas em ordem cronológica.

Parte das perguntas que embasará o instrumento de coleta de dados da pesquisa empírica que será aqui desenvolvida e apresentada será formulada com base na revisão da literatura. A outra parte será baseada na revisão dos aspectos legais e tributários brasileiros relacionados aos dividendos. Assim, as particularidades brasileiras que ditam algumas regras sobre a questão da destinação dos lucros para as companhias nacionais serão apresentadas e discutidas no capítulo 3. Dispositivos legais como o dividendo mínimo obrigatório em casos de estatuto omissivo com relação aos dividendos, a figura dos Juros sobre Capital Próprio como substituto aos dividendos, as ações preferenciais que prevêm pagamento de dividendos superiores aos das ações ordinárias, o diferencial de impostos existente entre os dividendos e os JSCP entre outros aspectos que tornam a realidade brasileira diferente da observada em outros países serão detalhados no terceiro capítulo deste trabalho.

Após realizadas as revisões da literatura e dos aspectos legais sobre os dividendos, o método de pesquisa utilizado neste trabalho será apresentado no capítulo 4. O capítulo da metodologia de pesquisa será dividido em duas partes. Na primeira

parte será apresentada a classificação metodológica deste estudo enquanto a segunda parte do capítulo 4 irá discorrer mais detalhadamente sobre as técnicas que serão usadas para a pesquisa empírica.

Tanto a revisão da literatura sobre os dividendos quanto as particularidades da legislação brasileira formaram a base para a construção de um questionário que terá o intuito de verificar como a decisão dos dividendos é tomada, na prática, pelos gestores das empresas brasileiras. As respostas do questionário serão apresentadas, analisadas e discutidas no capítulo 5, tendo como base aquilo que é proposto pela teoria de finanças no tocante aos aspectos relativos às decisões de dividendos.

As repostas do questionário serviram para mostrar eventuais deficiências do processo de tomada de decisão da destinação dos lucros por parte dos gestores empresariais e serviram como base para a construção de um modelo de apoio à decisão de dividendos. Esse modelo será apresentado no capítulo 6. Entende-se, neste trabalho, que uma política ótima de dividendos é aquela que permite a empresa destinar seus recursos de uma maneira que maximize a geração de riqueza para o acionista e seja capaz de promover a continuidade do empreendimento, conforme preconizado pela teoria de finanças. Portanto, o capítulo 6 tratará especificamente desse modelo a ser proposto.

Por fim, o capítulo 7 fará as considerações finais deste trabalho, apresentará as limitações desta pesquisa e trará sugestões para trabalhos futuros.

2. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE DIVIDENDOS

A legislação societária brasileira interfere em inúmeros aspectos na decisão da destinação dos lucros das companhias brasileiras. Como será visto e discutido com mais detalhes no capítulo 3, as empresas nacionais estão sujeitas ao pagamento de um dividendo mínimo obrigatório em caso de omissão do estatuto social, além de haver previsão de um *payout* mínimo em caso de alterações no estatuto social. No Brasil, os dividendos são usados como uma das vantagens que os acionistas preferenciais têm em relação aos acionistas ordinários. A Lei 6.404/76 também atrela o pagamento de participação nos lucros aos administradores apenas para empresas de capital aberto em que o estatuto preveja distribuição de 25% de dividendos. Além disso, atribui direito a voto às ações preferenciais se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos previstos no estatuto em mais de três exercícios sociais consecutivos.

Adicione-se a isso a figura legal dos Juros sobre Capital Próprio (JSCP), que se configura como um substituto dos dividendos propostos pela empresa. Por fim, há um diferencial de impostos entre os dividendos e os JSCP tanto para a empresa que os pagam quanto para os acionistas que os recebem. Em função disso, o próximo capítulo deste trabalho será totalmente dedicado a apresentar e a discutir todas as particularidades legais brasileiras no tocante à distribuição de dividendos, que serão levadas em consideração na construção do modelo de decisão de destinação dos lucros para as empresas nacionais.

Por isso, neste estudo, a revisão bibliográfica será iniciada com os trabalhos seminais sobre os dividendos desenvolvidos principalmente nos Estados Unidos. Posteriormente, serão apresentados os estudos nacionais que se dedicaram a estudar a decisão de destinação dos lucros das empresas brasileiras, levando em conta todas as particularidades existentes no Brasil apresentadas anteriormente, que tornam a nossa realidade diferente do ambiente jurídico em que se inserem as empresas americanas.

2.1 Trabalhos seminais sobre os dividendos

O artigo seminal que inseriu os dividendos nas discussões acadêmicas e deu origem a toda a discussão sobre o conteúdo informacional dos dividendos foi o artigo de John Lintner denominado “*Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*” publicado em 1956. Neste trabalho, Lintner realizou um levantamento com mais de 600 empresas industriais e fez entrevistas com os gestores de 28 empresas americanas no período de 1947 a 1953. O objetivo do autor não era analisar apenas um aspecto específico dos dividendos, mas sim a política de dividendos das empresas no seu sentido amplo. Por isso, suas conclusões também são amplas, mas podem ser resumidas em quatro grandes descobertas.

Primeiramente, Lintner (1956) observou que os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos da empresa por receio de terem que reverter sua decisão no futuro. Nesse tocante, conforme observado pelo pesquisador, o que mais preocupa os gestores é o fato de não conseguirem manter um alto índice de *payout*, uma vez que um corte futuro nos dividendos poderia ser mal interpretado pelos investidores, causando queda no valor de negociação das ações.

Em decorrência desse fato, Lintner (1956) obteve uma segunda constatação importante. O fato de os gestores serem relutantes em alterar a política de dividendos faz com que a série histórica de dividendos seja suavizada. Como os dividendos são calculados com base nos lucros apurados pela contabilidade, sempre que ocorre um aumento nos lucros, os dividendos também aumentam, porém, não na mesma magnitude. O mesmo ocorre quando os lucros caem: os dividendos são reduzidos em uma proporção menor do que o decréscimo do lucro. Assim, grandes alterações nos lucros não têm reflexos nos dividendos.

Esse comportamento remete à terceira constatação de Lintner (1956). Os gestores se preocupam mais com as variações percentuais nos dividendos do que com o seu valor absoluto em unidades monetárias. Isso porque os gestores crêem que o mercado privilegia as empresas que conseguem estabilizar a série de pagamento de dividendos. Por isso, caso a empresa sinta a necessidade de ajustar sua política de dividendos, ela o deve fazer de forma gradual, objetivando com isso minimizar as

possíveis reações negativas do mercado, que dão preferência à estabilidade do *payout ratio*. Dessa forma, os gestores tendem a ser ainda mais cautelosos em relação às mudanças nas políticas de dividendos quando a empresa passa por momentos de retração dos lucros.

Por fim, o autor observou que os dividendos tinham uma relação com o ciclo de vida da empresa. O pesquisador observou que empresas nos estágios iniciais, em fase de alto crescimento, pagavam dividendos irrisórios e, em alguns casos, não pagavam dividendos. Já as empresas consolidadas no seu setor de atuação, com uma maior previsibilidade de lucros futuros, possuíam um *payout* mais elevado, que aumentariam suavemente com o tempo e raramente cairiam. No longo prazo, quando as empresas entravam em um estágio de baixo crescimento ou mesmo declínio nos lucros, elas pagavam altos volumes de dividendos.

Com esse trabalho, Lintner (1956), deu início às discussões acadêmicas sobre os fatores determinantes da definição das políticas de dividendos e forneceu as bases para o desenvolvimento dessa linha de pesquisa que seria muito explorada na sequência. Não demorou muito tempo após a publicação do trabalho de Lintner (1956) para que surgisse a escola de pensamento contrária àquela que afirma que os dividendos possuem relevância para os acionistas.

Os primeiros a fazerem isso foram Franco Modigliani e Merton Miller, em 1961. Naquele ano, os autores apresentaram um trabalho em que defenderam que os dividendos são irrelevantes para a maximização da riqueza dos acionistas. De acordo com os pesquisadores, os detentores de ações seriam indiferentes a receber dividendos ou terem a sua parte nos lucros reinvestida na própria empresa, pois os ganhos futuros com a valorização da ação seriam equivalentes aos dividendos recebidos no momento presente.

Para que essa argumentação se sustentasse, Modigliani e Miller (1961) criaram um mundo hipotético em que (i) nenhum investidor é capaz de alterar, individualmente, a cotação de uma ação com as suas compras ou vendas; (ii) não há taxas de corretagem e nenhum custo de transação com ações (iii) não há tributação sobre o ganho com a valorização da ação ou incidência de impostos sobre os dividendos; (iv) os investidores

possuem comportamento racional, sendo indiferentes ao recebimento de dividendos hoje ou ao aguardo da valorização das ações em um momento futuro; (v) não existe assimetria de informações no mercado de capitais, ou seja, todos os investidores têm acesso à mesma informação no mesmo instante e (vi) mudanças nas políticas de distribuição de lucros das empresas não afetam a decisão de investimentos.

A lógica de Modigliani e Miller (1961) é a de que se existem duas empresas idênticas em todos os aspectos, uma não vai ser capaz de maximizar a riqueza dos seus acionistas apenas mudando a sua política de dividendos. Isso porque, se uma empresa decidir reter todo o seu lucro, o acionista será compensado futuramente com a valorização da ação da empresa. Da mesma forma, se essa empresa decidir distribuir todo o seu lucro, o aumento da riqueza do acionista proporcionada pelos dividendos hoje será compensado pela menor valorização futura da ação devido à falta de investimentos na empresa hoje. Nessas condições, Modigliani e Miller (1961) sustentaram sua argumentação de que a política de dividendos de uma empresa, por si só, não teria um papel de relevância no sentido de afetar a riqueza dos acionistas.

Essas ideias foram logo contestadas. O primeiro pesquisador a se opor às conclusões de Modigliani e Miller (1961) foi Myron Gordon em um artigo denominado “*Optimal Investment and Financing Policy*” publicado no ano de 1963. Neste trabalho, Gordon defende a tese de que, na vida real, os acionistas não são indivíduos que tomam ações totalmente racionais e, graças às incertezas inerentes ao futuro de qualquer empresa, dão preferência ao recebimento de dividendos hoje em detrimento do desejo de aguardar uma incerta valorização futura da ação da empresa. Essas ideias de Gordon (1963) receberam o nome de teoria do “pássaro na mão”, em referência ao ditado popular que diz ser mais vantajoso ter um pássaro na mão hoje – dividendos – do que dois voando – valorização futura da ação.

O termo teoria é muito utilizado na literatura financeira quando os autores se referem aos estudos relacionados aos dividendos. Neste trabalho, o termo teoria também será utilizado para se referir à série de estudos desenvolvidos sobre os temas específicos de dividendos, como por exemplo a teoria do pássaro na mão descrita no parágrafo anterior. Sem se ater ao grau de prova ou confirmação científica, o uso do termo teoria de dividendos justifica-se nesse caso, de acordo com Martins e Theóphilo (2007, p. 28),

por se referir a um quadro de referência sobre o assunto ou um conjunto de princípios e noções, metodicamente sistematizado, que sustenta e orienta a pesquisa de um objeto científico determinado.

Outra importante linha de pesquisa sobre os dividendos, que dura até os dias atuais e reúne grande parte dos artigos publicados sobre os aspectos envolvidos na decisão de distribuição de lucros, foi iniciada na década de 1970. Essa corrente de estudos acadêmicos relaciona os dividendos com o valor de mercado das ações da companhia que os distribuem. Para se entender o início de toda essa discussão, assim como o artigo que inaugurou todas as discussões posteriores, tem-se que voltar a discutir as condições de perfeição de mercado propostas por Modigliani e Miller (1961).

Se, na vida real, os dividendos não sofressem tributação e, considerando inalterados os demais fatores que impactam o preço de uma ação – principalmente o conteúdo informacional –, o fato isolado de uma empresa anunciar e pagar dividendos, por si só não deveria afetar o valor das ações. Nessa situação, é esperado que o valor da ação de uma companhia antes do anúncio dos dividendos deveria ser igual ao valor da mesma ação após o pagamento de dividendos. No entanto, no momento do anúncio do pagamento de dividendos, a ação tenderia sempre a incorporar temporariamente o valor exato dos dividendos, fazendo com que a ação ficasse chamada de ação “cheia”. Essa ação então carrega no seu preço de mercado o valor dos dividendos até a data estabelecida pela empresa para que os interessados em receber os dividendos comprem a ação. A partir desta data, conhecida como data ex-dividendos, qualquer pessoa que adquirir as ações da empresa não mais terá direito a receber os dividendos. A ação estaria “vazia”. Portanto, supondo ausência de impostos, e todas as outras condições de perfeição de mercado, após a data ex-dividendos, a ação deveria cair no exato valor dos dividendos.

Mas, na prática, isso não acontece, dado que na vida real existem impostos. Existe também, em alguns países com nos Estados Unidos, por exemplo, um diferencial de alíquota de tributação incidente sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital. Além disso, existem outras imperfeições de mercado e inúmeras variáveis que impactam no valor de uma ação. Com base nisso, pode-se então apresentar o surgimento da corrente de pesquisa que tem focado suas atenções no comportamento dos preços das

ações após a data do pagamento dos dividendos. Os primeiros autores a publicarem um artigo nessa linha foram Elton e Gruber (1970). Com base em uma amostra de ações de companhias americanas negociadas nos anos de 1966 e 1969, os autores constaram que a queda verificada nos preços das ações após a data ex-dividendos foi menor do que o valor dos dividendos. Na média, essa queda foi de 78% do valor dos dividendos. A explicação dada pelos autores para essa observação foi a de que essa queda menor reflete o desconto empregado pelos investidores no valor da ação em função do diferencial de alíquota de imposto de renda incidente mais pesadamente sobre os dividendos em relação aos ganhos de ações, existentes naquela época nos EUA.

Esse poder que a política de dividendos proposta por uma empresa tem de atrair ou afastar pessoas interessadas no pagamento de dividendos foi batizada posteriormente de efeito clientela. O embrião dos estudos sobre efeito clientela encontra-se no trabalho de Modigliani e Miller (1961), que sugeriram que os acionistas que estão sujeitos a uma alíquota de imposto de renda sobre os dividendos mais elevada do que a taxa aplicada sobre os ganhos com ações, tendem a preferir empresas que não pagam dividendos. Dessa forma, as companhias com altos índices de *payout* tenderiam a formar uma base de acionistas – ou clientes – que são isentos de tributação sobre os dividendos ou que estão sujeitos a uma alíquota marginal menor do que o ganho de capital apurado na venda de ações.

Mas, apesar de o trabalho de Modigliani e Miller (1961) ser considerado um marco teórico para o desenvolvimento de diversas linhas de pesquisa em dividendos, o trabalho de Elton e Gruber apresentado em 1970 é considerado um artigo seminal no tocante ao efeito clientela. Foram Elton e Gruber (1970) que, por exemplo, testaram e comprovaram empiricamente que os investidores em ações que possuem uma faixa de tributação na pessoa física mais elevada, preferem ações que pagam menos dividendos, também em função da carga tributária maior sobre a distribuição de lucros.

Como era de se esperar, essas constatações foram posteriormente questionadas por alguns pesquisadores que alegavam que investidores que compram ações com o objetivo de ganhar com os anúncios de dividendos não são os verdadeiros clientes da empresa, mas sim investidores institucionais com objetivos de especulação e que, na década de 1960 nos Estados Unidos, eram isentos de tributação. Alguns desses

questionamentos foram respondidos por Elton, Gruber e Rentzler em 1984. Mas, sucessivas mudanças tributárias ocorridas nos EUA reduziram o diferencial de impostos entre os dividendos e os ganhos sobre a valorização das ações, principalmente após 1986, esfriando essa discussão.

Posteriormente, outros autores questionaram os resultados de Elton e Gruber (1970) alegando outros motivos para a queda da cotação das ações na data ex-dividendo. Kalay (1982) alegou que os preços das ações ex-dividendos tendem a cair em função dos custos de transação envolvidos na negociação de ações. Bali e Hite (1998) atribuem a queda a microestruturas de mercado. Frank e Jagannathan (1998) observaram que no mercado de Hong Kong, onde não há tributação sobre os dividendos e nem sobre os ganhos de capital, o preço das ações caem na data ex-dividendos, não sendo, portanto, causados pela tributação. Milonas e Travlos (2001) chegaram a essa mesma conclusão analisando a bolsa de valores de Atenas, onde também não há impostos sobre ganhos de capital e nem sobre os dividendos e, mesmo assim, o valor das ações caem na data ex-dividendo. Em um estudo posterior, Elton, Gruber e Blake (2002) rebateram todas essas críticas. Por meio de uma comparação entre a queda nos preços das ações na data ex-dividendos de fundos de ações, que sofriam tributação nos EUA, com fundos que investiam em títulos municipais não taxados, os autores verificaram que a queda do valor destes era menor do que daqueles.

Um dos primeiros estudos desenvolvidos com o objetivo de testar o conteúdo informacional dos dividendos foi realizado por Watts (1973). Com base em uma amostra de 310 empresas nos anos de 1945 a 1968, o autor concluiu que o conteúdo informacional dos dividendos era reduzido, verificando-se apenas na forma fraca. No entanto, o autor analisou apenas o poder de predição de um ano após a distribuição de dividendos. Posteriormente, Benartzi, Michaely e Thaler (1997) analisaram um período de dois anos posteriores à distribuição de lucros. Com base em uma amostra de 1.025 empresas no período de 1979 a 1991, totalizando mais de 5.000 eventos, as constatações obtidas foram de que havia sim forte relação entre dividendos com os lucros, mas os lucros passados e não os futuros. A confirmação do poder de predição dos lucros futuros veio com o trabalho de Nissim e Ziv (2001) que concluíram, com base em um estudo nos anos de 1960 a 1997, que havia forte relação positiva entre os dividendos distribuídos aos acionistas e os lucros obtidos nos anos posteriores.

Já Pettit (1972), Bhattacharya (1979), Aharony e Swary (1980), Miller e Rock (1985), John e Williams (1985), Woolridge e Ghosh (1985), Healy e Palepu (1988) e Lang e Litzenberger (1989) desenvolveram uma linha de pesquisa empírica que tem como objetivo proporcionar explicações para os sinais emitidos pelos dividendos, que ficou conhecida como hipótese de sinalização. Para esses autores, um anúncio de aumento nos dividendos seriam sinalizadores não somente de sólidos lucros correntes, mas também de boas perspectivas de lucros futuros. Os dividendos funcionariam como um mecanismo de transmissão de informação ao mercado de boas oportunidades de investimento e crescimento futuros vislumbradas pelos gestores, que no momento são informações internas da empresa e conhecidas apenas pelos administradores. Estudos mais recentes verificaram uma relação positiva entre o aumento nos dividendos e as variações nos lucros futuros. Os principais trabalhos nessa área foram desenvolvidos mais recentemente por Amihud e Murgia (1997) e Grullon, Michaely e Swaminathan (2002).

Uma variante do efeito da tributação sobre os dividendos no mercado americano também foi objeto de estudo de diversos autores, formando uma nova linha de pesquisa que também se iniciou nos primórdios da década de 1970. O primeiro autor a propor um modelo com o objetivo relacionar o efeito da taxa dos dividendos sobre o retorno esperado da ação foi Brennan (1970). Para isso, o autor sugeriu uma adaptação do modelo *Capital Asset Pricing Model* - CAPM para incluir uma variável fiscal, conforme a expressão 1.

$$E(\tilde{R}_i - r_f) = b_0\beta + c_0(d_i - r_f) \quad (1)$$

Neste modelo, a expectativa de retorno marginal de uma ação, expressa pela variável dependente $E(\tilde{R}_i - r_f)$, está relacionada ao seu risco diversificável, medido pelo coeficiente beta – $b_0\beta$ – e ao rendimento dos dividendos da ação que superam o retorno de um título livre de risco – $(d_i - r_f)$. A variável c_0 indica o diferencial de impostos incidentes sobre os dividendos que superam os impostos incidentes sobre os ganhos de capital. Brennan (1970) afirma então que quanto maior for o rendimento ganho com os dividendos, maior será o retorno exigido pelo investidor que estiver

sujeito a alíquotas mais elevadas de impostos. Isso é válido no caso de economias que tributam mais pesadamente os dividendos do que os ganhos com as vendas de ações. Após a publicação deste trabalho, outros autores também propuseram alguns modelos com objetivo de analisar o efeito da tributação dos dividendos e o retorno esperado pelas ações, entre eles Black e Scholes (1974), Miller e Scholes (1978), Miller e Scholes (1982), Rosemberg e Marathé (1978), Blume (1980) e Hess (1981).

O modelo de Brennan (1970), foi testado por Litzenberger e Ramaswamy (1979). Esses autores fizeram uma adaptação no modelo original para considerar as alíquotas progressivas de imposto de renda previstas na legislação fiscal americana da época. Os autores tinham como objetivo verificar a relação entre a alíquota de impostos pessoais e o retorno esperado das ações. O modelo de regressão possuía como variável dependente o retorno esperado de uma carteira de mercado e duas variáveis independentes. A primeira relacionava o retorno de uma carteira de mercado com uma medida do seu risco e a segunda estava relacionada com as alíquotas de impostos das pessoas físicas. O trabalho adotou algumas premissas, entre elas, a ausência de tributação sobre os ganhos de capital e alíquotas progressivas de impostos para a pessoa física em função crescente do seu rendimento. De acordo com a teoria de finanças, o retorno esperado de uma ação, antes dos impostos, deve estar relacionado com o seu risco. Litzenberger e Ramaswamy (1979) observaram que, quanto maior a carga tributária pessoal a que o investidor estava sujeito (segunda variável independente), maior era o retorno líquido exigido por ele (variável dependente) para as ações de empresas que distribuíam maiores percentuais do lucro sob a forma de dividendos. O retorno foi medido pelo *dividend yield*. A conclusão proposta pelos autores é de que quanto maior a carga tributária pessoal dos investidores, maior a sua aversão a ações de empresas com alto índice de *payout*.

Estudos mais recentes mostram que pode ocorrer o fato de que o anúncio de alterações na política de dividendos não se reflita no preço das ações. Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) fizeram um estudo empírico para responder a seguinte pergunta: qual a informação contida nas mudanças de dividendos? Por meio de uma regressão entre a mudança dos dividendos e o retorno anormal aplicada a uma amostra de 7.642 anúncios de mudanças nos pagamentos dos dividendos (sendo 6.284 anúncios de aumento e 1.358 anúncios de diminuição) entre os anos de 1967 e 1993, a conclusão

obtida foi a de que o anúncio não transmite qualquer informação ao mercado. Os lucros não cresceram após o aumento dos dividendos. Na verdade, os lucros caíram. Da mesma forma, os lucros das empresas que diminuíram os dividendos, mostraram uma certa estabilidade nos momentos após o anúncio, mas uma queda após algum tempo. Outra constatação dos pesquisadores foi a de que as empresas que aumentaram os dividendos mantiveram permanentemente o alto *payout*, sugerindo que essas empresas estavam dispostas a manter o alto índice de distribuição de lucros por vários anos, a exemplo do que foi observado por Lintner (1956).

Um trabalho muito citado em relação ao efeito clientela foi apresentado por Pettit (1977). Com base em um estudo de regressão aplicado a portfólios de ações de mais de novecentos investidores americanos, o autor mostrou que as companhias que possuíam sua base de acionistas formada por pessoas mais idosas, menos avessas ao risco e de classes econômicas mais baixas tendiam a dar preferência pela distribuição de altos índices de distribuição de lucros. Essa constatação evidenciou que as empresas pagavam índices mais elevados de dividendos como uma forma de oferecer segurança aos seus “clientes”. Ao contrário, empresas com uma base de acionistas mais jovens e de classes sociais mais altas – medidos pela faixa de tributação de imposto de renda – tendiam a pagar um índice menor de dividendos.

Vários estudos posteriores foram desenvolvidos na sequência deste trabalho de Pettit (1977), sendo um dos mais importantes deles realizado por Long Jr. (1978). Este autor confirmou o efeito clientela com base em um estudo de caso da empresa Citizens Utilities Co. Ao criar duas classes de ações preferenciais com os mesmos direitos, exceto com relação à forma de distribuição dos dividendos, Long Jr. (1978) verificou que as ações que pagavam dividendos em dinheiro eram preferidas pelos acionistas em detrimento das ações que pagavam dividendos em ações. Isso ocorria mesmo levando em consideração o fato de que os dividendos eram tributados enquanto que o recebimento de bonificação em ações não sofria qualquer incidência de impostos. Somente a partir de 1986, com a reforma tributária americana promovida pela *Tax Reform Act*, os ganhos de capital com a valorização das ações passaram a ter a mesma incidência tributária que os recebimentos de dividendos.

Dessa forma, os trabalhos até aqui apresentados foram os que inseriram as decisões de dividendos no ambiente das discussões acadêmicas e que deram início às diferentes linhas de pesquisa sobre os dividendos. Como se pôde observar, todas essas teorias foram desenvolvidas e inicialmente testadas nos Estados Unidos. No entanto, a realidade americana no tocante aos dividendos é diferente da realidade brasileira, em função basicamente dos aspectos legais aos quais as empresas desses dois países estão sujeitas, apresentadas no início deste capítulo.

Figuras legais como os Juros sobre Capital Próprio, dividendo mínimo obrigatório em casos de estatutos omissos, obrigação de *payout* mínimo para permissão de pagamento de participação nos lucros, diferenças de alíquotas tributárias entre dividendos e valorização de ações, entre outros, tornam a revisão de trabalhos desenvolvidos dentro da realidade brasileira até certo ponto mais importante do que a revisão americana. Por isso, a partir de agora, serão então apresentados e discutidos os principais estudos brasileiros desenvolvidos com o objetivo de analisar as políticas de dividendos das empresas nacionais.

2.2 Estudos sobre os dividendos no Brasil

A revisão dos artigos americanos sobre os dividendos mostrou que o estudo dos fatores envolvidos na decisão de distribuição de lucros possui inúmeras correntes de pensamento. Por isso, optou-se por apresentar a revisão dos estudos sobre os dividendos no Brasil seguindo uma ordem não cronológica, e sim por linhas de pesquisas sobre os dividendos, tendo como critério de seleção aqueles estudos que mais se aproximam com os aspectos do modelo de apoio à decisão de dividendos a ser proposto por este trabalho.

Um dos primeiros trabalhos realizados no Brasil sobre os dividendos foi desenvolvido por Brito e Rietti (1981). Na sua pesquisa, os autores buscaram verificar a existência do efeito clientela no mercado acionário brasileiro, proposto originalmente por Elton e Gruber (1970). Para isso, utilizaram uma amostra de 62 empresas de capital aberto no período de 1973 a 1976, época em que os dividendos eram tributados em 15% e o ganho de capital apurado na venda de ações era isento de imposto de renda. Vale

ressaltar que, após a promulgação da Lei 6.404/76, os dividendos passaram a ser isentos de tributação e o ganho com a venda de ações passou a ser taxado pelo imposto de renda com uma alíquota de 15%.

Portanto, o estudo desenvolvido por Brito e Rietti (1981) ocorreu em um momento único em que se poderia ter observado o efeito clientela no Brasil. Esses autores buscaram então verificar se existia uma associação entre as preferências por dividendos e níveis marginais de tributação pelo imposto de renda dos acionistas, conforme sugerido por Elton e Gruber (1970). A hipótese era de que os investidores nos níveis mais elevados de taxaçaõ deveriam preferir uma maior retençaõ de lucros por parte da empresa. Assim, os autores analisaram a relaçaõ entre o preço da açã com dividendos (açã cheia) e sem dividendos (açã vazia) e observaram que o preço da açã após o pagamento dos dividendos caía menos do que o valor do dividendo descontado a alíquota de impostos. Ou seja, se houvesse o efeito clientela no Brasil, os investidores não desejariam as açõs das companhias que possuía um alto índice de *payout*.

Assim, o preço das açõs após o pagamento de dividendos deveria cair no exato valor do dividendo pago, descontado o imposto de renda. Mas isso não foi observado. O preço ex-dividendo era maior do que o esperado, não permitindo qualquer constataçaõ que suportasse a existêcia de um efeito clientela de dividendos no mercado brasileiro, contrariando a evidência empírica observada por Elton e Gruber (1970) para o mercado americano. Brito e Rietti (1981) sugeriram ainda que o mercado brasileiro não considerava eficientemente os dividendos no processo de formaçaõ de preços das açõs, já que os autores observaram que era possível obter ganhos anormais com a simples estratégia de comprar a açã com direitos a dividendos, receber os dividendos distribuídos e vender a açã sem direitos de dividendos, pois o diferencial de preço da açã com o direito de dividendos e da açã sem o direito de dividendos era menor do que o valor do dividendo distribuído. As conclusões de Brito e Rietti (1981) foram posteriormente confirmadas por Santos et al. (2004), Carvalho (1998) e Procianny e Verdi (2002), como será visto na sequência.

Além de confirmar as conclusões de Brito e Rietti (1981), o trabalho de Procianny e Verdi (2002), não só verificou a inexistência do efeito clientela no Brasil

como detectou uma irracionalidade do mercado brasileiro. Também com o objetivo de testar as evidências encontradas por Elton e Gruber (1970) e, seguindo a mesma metodologia utilizada pelos autores americanos, o estudo brasileiro analisou 693 eventos de distribuição de lucros nos anos de 1989 a 1993. Nesse período, os dividendos eram isentos de tributação para quem os recebesse e os ganhos de capital na venda de ações eram de até 25%. Como visto anteriormente, a lógica apresentada pela teoria de finanças é que a queda na cotação das ações ocorrida entre o último dia em que o papel é negociado com dividendos e o primeiro dia *ex-dividendo* deve ser igual ao valor dos dividendos a que o detentor da ação tem direito, descontado os impostos incidentes sobre os dividendos. Conforme apresentado anteriormente, Elton e Gruber (1970) verificaram que no mercado americano, essa queda é menor do que o esperado e atribuíram a esse fato a preferência dos acionistas por ações de empresas que distribuem dividendos.

No entanto, os resultados obtidos por Procianoy e Verdi (2002) no Brasil, mostraram uma certa irracionalidade no nosso mercado. Em 47% dos casos analisados, o preço da ação no primeiro dia *ex-dividendos* foi maior do que na data em que a ação ainda tinha direito de receber os dividendos enquanto apenas 5% das observações situaram-se dentro do intervalo teórico esperado. O comportamento irracional dos investidores estaria em pagar um preço maior por uma ação vazia (sem direito de receber dividendos) do que ela valia quanto estava cheia (com o direito de receber dividendos). Procianoy e Verdi (2002) também buscaram verificar a existência de alguma anormalidade no retorno das ações na data *ex-dividendos*, estendendo esta análise para um período de -5 a +5 dias em relação à última data em que a ação era negociada com direito a receber dividendos. Foi verificado um pico no retorno anormal das ações em torno da data *ex-dividend* de 1,11% retornando ao valor inicial após 5 dias do evento. Isto demonstra que a sobre-reação existente foi pontual.

Os resultados contrariaram os modelos teóricos e podem ser considerados surpreendentes se comparados aos resultados obtidos em estudos sobre esse assunto realizados anteriormente no mercado brasileiro e em outros países. Há que se ressaltar que a amostra deste estudo pode ter sido viesada por conter 39,4% das observações vindas de Bancos, que tradicionalmente pagam mais dividendos do que empresas de outros segmentos no Brasil. Além disso, os autores eliminaram sete *outliers*, por se

distanciarem em dois desvios padrões da média, fato este que também pode distorcer os resultados.

Nessa mesma linha de pesquisa, Santos et al. (2004) também analisaram o comportamento dos preços das ações negociadas na Bovespa no primeiro dia em que as ações se tornam ex-Juros sobre Capital Próprio e ex-dividendos, observando a influência da tributação na formação dos preços das ações, nas datas em que as ações se tornaram vazias. A amostra da pesquisa foi composta de ações de 52 empresas e 378 anúncios de pagamento de dividendos ou JSCP no período de 1996 a 2002. Os resultados obtidos por Santos et al. (2004) demonstram que, no Brasil, a queda nos preços das ações nos dias ex-dividendos, e ex-JSCP não foram provenientes exclusivamente da tributação, uma vez que os valores observados, quando comparados com os valores teóricos de Elton e Gruber (1970), apresentaram diferenças significativas, independentemente da variável de retorno ser o *dividend yield* ou os JSCP *yield*. Esses resultados confirmaram as evidências de outros estudos realizados no Brasil que testaram a hipótese do efeito da tributação no comportamento dos preços das ações, entre eles Carvalho (1998), Brito e Rietti (1981) e Procianoy e Verdi (2002), vistos anteriormente.

A inexistência do efeito clientela no Brasil, proposta inicialmente por Brito e Rietti (1981) também foi confirmada para um período mais recente em um estudo de eventos realizado por Firmino, Santos e Matsumoto (2004). Com uma amostra de 58 companhias brasileiras não financeiras, o estudo analisou 294 eventos de distribuição de dividendos e Juros sobre Capital Próprio durante os anos de 1996 a 2002 com uma janela de estimação de 120 dias, uma janela de evento de -3 a +3 dias do anúncio dos proventos e uma janela pós-evento de 120 dias. Os autores dividiram a amostra em dois grupos, sendo um formado por ações com alto *dividend yield* e outro com ações de baixo *dividend yield*. Apesar de os autores terem observado um efeito de sobre-reação nos preços das ações com maior *dividend yield*, os resultados do teste t de *Student* aplicado em todos os anos analisados não confirmou a presença de retorno anormal acumulado ajustado ao mercado para as ações de empresas com maior rendimento de dividendos. Os autores concluíram, com isso, que efeito clientela não pode ser confirmado no Brasil no período analisado.

Em um estudo mais recente, Perobelli e Santos (2006), tiveram como objetivo verificar se a estratégia de curto prazo de comprar ações de companhias brasileiras na última data em que o papel tem direito aos dividendos e vender na primeira data ex-dividendo, apontada por Brito e Rietti (1981) era capaz de trazer ganhos ao investidor. Para isso, Perobelli e Santos (2006) selecionaram uma amostra de ações da carteira teórica do Índice Brasil (IBrX) em vigor em 31 de março de 2006, extraídas as instituições financeiras. O estudo contou com 61 ações, sobre as quais foram levantadas informações sobre o pagamento de dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio no período de 1996 a 2005, totalizando 610 eventos. Os resultados apresentados pelos autores mostraram que, no Brasil, a estratégia de curto prazo de comprar ações na última data em que a ação está cheia e vender na primeira data ex-dividendos para embolsar posteriormente os dividendos não tem sido mais vantajosa, como proposto por Brito e Rietti (1981). Os dados mostraram que as perdas de capital decorrentes dessa estratégia podem superar em cerca de 60% o ganho decorrente dos dividendos recebidos.

Outro importante estudo que apontou ineficiências informacionais no mercado de capitais brasileiro por meio de estudos sobre formas de devolução de recursos aos acionistas foi apresentado por Vieira e Procianny (1998). Os autores buscaram verificar se as empresas que anunciaram desdobramento de ações (*stock splits*) e bonificações em ações (*stock dividends*) tiveram uma alteração anormal no preço de suas ações. Uma bonificação em ações é um direito que os acionistas têm em receber novas ações emitidas pela companhia, na proporção das atuais, no momento em que a empresa decide incorporar reservas de capital ao capital social. Uma bonificação em ações, por si só, não deveria alterar o valor da ação de uma empresa porque representa simplesmente uma transferência de contas patrimoniais. Já o desdobramento de ações altera unicamente o valor individual da ação, mantendo inalterado o capital da sociedade.

Isso também não deveria provocar uma valorização das ações, uma vez que não altera a participação acionária dos atuais acionistas (ASSAF NETO, 2008, p. 166). Mas, não foi bem isso que Vieira e Procianny (1998) observaram. Como a bonificação em ações e o desdobramento de ações gera a necessidade de um anúncio de fato relevante, os autores testaram a hipótese de eficiência informacional na forma semi-forte do mercado brasileiro usando a metodologia de estudo de eventos para o índice Ibovespa e

o índice FGV-100 com uma janela pré evento de 30 dias e pós evento também de 30 dias. O período estudado foi de janeiro de 1987 a maio de 1997, com um total de 547 eventos, sendo 502 *stock dividends* e 4 *stock splits* para o índice Ibovespa e 448 eventos para o índice FGV-100, sendo 417 *stock dividends* e 31 *stock splits*.

Os resultados obtidos pelos autores mostraram um comportamento anormal dos preços das ações na data do anúncio e nos dois dias seguintes, revelaram que as taxas de retornos observadas das empresas que realizaram *stock dividends* foram superiores as taxas de retorno esperadas tanto na data do anúncio quanto na data de realização. Já para os *stock splits*, os resíduos da regressão também foram positivos e significativos após o anúncio do evento, fato que confirma a ineficiência de mercado, na forma semi-forte.

Em um estudo posterior, esses mesmos autores analisaram as bonificações realizadas por empresas brasileiras, argentinas, colombianas e mexicanas. Utilizando novamente a metodologia de estudo de eventos com retornos diários das ações das empresas que realizaram bonificações no período de 1987 a 1997, Vieira e Procianoy (2001) possuíam agora três objetivos específicos: (i) identificar se a reação positiva a bonificações encontrada nos Estados Unidos e outros países desenvolvidos, também ocorre em alguns países da América Latina; (ii) comparar os resultados obtidos para investigar se a reação dos investidores se difere entre os países estudados; e (iii) verificar se para cada país, as ações de Bancos, setor mais representativo da amostra, apresentam resultados diferentes dos demais setores.

Em relação aos dois primeiros objetivos, Vieira e Procianoy (2001) verificaram que, a despeito das diferenças entre os países da América Latina e um mercado expressivo como o dos Estados Unidos, a sobre-reação na data de realização da bonificação foi identificada em todos os mercados estudados. Já com relação ao terceiro objetivo, a separação de uma amostra específica de bancos demonstrou que na data de realização da bonificação, o comportamento do retorno dos bancos em relação aos demais setores é diferente entre os países. Enquanto no Brasil as ações de bancos apresentaram retornos menores do que o grupo dos demais setores, na Argentina e no Chile os retornos foram maiores e na Colômbia e no México a diferença entre os setores foi significativa.

Ainda com relação ao conteúdo informacional que os anúncios de devolução de recursos aos acionistas enviam ao mercado de capitais, Novis Neto e Saito (2002) analisaram o comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento de dividendos em um estudo empírico com uma amostra de 163 eventos. Analisando o período de 1º de janeiro de 1998 a 31 de dezembro de 2000 com ações de empresas que compunham o índice Ibovespa e usando a metodologia de estudo de evento e o modelo de mercado de fator único para se determinar os resultados anormais, os autores encontraram uma relação direta entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado dessas ações no período posterior ao pagamento dos dividendos. Os autores observaram um retorno anormal acumulado de 21,97% nos 90 dias após o evento para as empresas que pagaram dividendos mais altos, de 5,16% para as companhias que pagaram dividendos intermediários e de -15,50% para as empresas que pagaram dividendos mais baixos, mostrando que os efeitos do pagamento de dividendos persistem mesmo quando são considerados pregões de três meses após o evento.

Essa relação foi confirmada quando foram analisados os eventos por tipo de controlador da empresa (fundos, estatais ou famílias) e as companhias privatizadas, e quando se pesquisou o retorno anormal acumulado das ações em função do percentual do lucro líquido distribuído sob a forma de dividendos. Os resultados confirmaram no Brasil a existência de retornos anormais das ações no período pós-evento verificado no mercado americano por Boehme e Sorescu (2000).

Quando comparado o retorno anormal das ações com o percentual de distribuição de lucro sob a forma de dividendos, os autores verificaram que as empresas que pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório experimentaram retornos anormais acumulados maiores do que os das companhias que distribuíram como dividendos apenas 25% do lucro líquido. Essas constatações parecem fornecer evidências empíricas suficientes para se afirmar que os acionistas preferem ações de empresas que pagam altos dividendos. Além disso, sua riqueza é maximizada duas vezes, sendo uma pelo recebimento dos dividendos e outra pela valorização da ação.

No entanto, analisando esse mesmo fenômeno utilizando outra metodologia que não o estudo de eventos, Freire e Lima (2003) encontraram evidências contrárias às obtidas por Novis Neto e Saito (2002). Freire e Lima (2003) utilizaram o modelo de

Ohlson para cálculo do lucro anormal conforme proposto por Bernard (1995) e em seguida, aplicaram a técnica estatística de análise de regressão e análise de quartis. Lucros anormais, conforme definidos por Hitt, Ireland & Hoskisson (1995) são lucros superiores e/ou lucros acima da média, quando tratado no aspecto da estrutura industrial. Usando dados de ações de 67 companhias negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, no período de 1996 a 2001, os autores constataram que não existe a relação entre o *dividend yield* e o lucro anormal.

O modelo de Ohlson (1995) propõe que o valor de uma empresa pode ser estimado mediante o valor presente dos lucros residuais futuros esperados, o valor do patrimônio líquido atual, além de outras informações que ainda não estão refletidas nos relatórios contábeis e que, por isso, não podem servir de base para projeções de lucros futuros. Essas outras informações, normalmente negligenciadas pelos pesquisadores, foram analisadas detidamente em um estudo mais recente realizado por Aguiar e Coelho (2008). Os autores incluíram no modelo de Ohlson dados do setor de atividade em que as empresas atuam, tais como nível de competitividade da indústria e participação de mercado das empresas, além de dados macroeconômicos, como o crescimento do Produto Interno Bruto. Segundo os autores, apesar de o mercado incorporar essas variáveis externas à empresa no preço de mercado da ação, é de se esperar que os efeitos sejam refletidos na contabilidade com alguma defasagem temporal.

Com base em uma análise de regressão com dados em painel aplicada a uma amostra de 135 empresas brasileiras de capital aberto de 17 setores econômicos nos anos de 1996 a 2005, os resultados indicaram que, em todos os modelos analisados, a persistência do lucro econômico se mostrou estatisticamente significativo, de forma que variações nos lucros residuais antecedentes provocam variações positivas, portanto persistentes, nas variações dos lucros residuais subsequentes. Para o caso de participação de mercado, os resultados não apenas foram não significativos, como também apresentaram coeficientes negativos.

Nem mesmo quando tratadas conjuntamente, o poder e a participação de mercado afetaram a persistência dos lucros residuais, mostrando que maior participação de mercado e maior volume de vendas não garantem lucros anormais futuros, pelo menos, considerando a amostra de firmas brasileiras da amostra. Já quanto ao poder de

mercado, não se pôde rejeitar a hipótese de sua influência na persistência dos lucros residuais, já que cinco setores demonstraram manter relacionamento significativo com a série de lucros residuais.

A capacidade de os dividendos influenciarem o valor de mercado das ações das companhias brasileiras também foi estudada por Correia e Amaral (2002). Os autores buscaram identificar o efeito do *dividend yield* sobre a rentabilidade das ações no Brasil com base na metodologia proposta por Brennan (1970) e aprimorada por Litzenberger e Maraswamy (1979), as quais constituem versões extensivas do modelo CAPM. Com base em uma amostra de 63 ações de 46 empresas analisadas durante no período de 1994 a 2000, os resultados mostraram que não somente o risco da empresa, mas também o rendimento em dividendos contribui como fator para a explicação da rentabilidade exigida pelo mercado. Os autores concluíram então que o retorno de mercado exigido pelos acionistas para o investimento em ações de companhias brasileiras foi influenciado pelo rendimento em dividendos, ou seja, que a política adotada pelas empresas brasileiras para distribuição dos resultados causou impacto sobre o valor de mercado dessas companhias.

Por sua vez, Sanvicente e Minardi (2006), propuseram o uso do modelo de dividendos descontados para estimar o prêmio de risco do mercado de ações de empresas brasileiras no modelo CAPM. Geralmente, o retorno de mercado do modelo CAPM é estimado com base em uma série histórica de retorno de um índice representativo da carteira de mercado. No entanto, com base em um estudo que abrangeu os anos de 1986 a 2005, com até 198 ações, Sanvicente e Minardi (2006) mostraram que a série de dividendos captura mais rapidamente as alterações nos preços decorrentes de novas notícias, principalmente aquelas relacionadas com a economia como um todo, tais como crises e, por isso, reflete melhor a aversão ao risco de mercado de um país. Ao contrário, uma média histórica só tenderá a variar na mesma proporção após a inclusão de muitas observações novas.

As maiores crises do período estudado por Sanvicente e Minardi (2006) foram a crise da Rússia, a crise cambial brasileira de 1998, os atentados de 11 de setembro de 2001, o período eleitoral de 2002 e o mau desempenho da economia em 2003. Os autores mostraram que o prêmio estimado com base na média histórica não se adaptou

tão rapidamente às mudanças bruscas de condições de mercado que ocorreram nas situações de crise do período.

Um estudo que buscou analisar a existência da sinalização dos dividendos no Brasil e verificar se houve um impacto significativo na distribuição de lucros causados pelas mudanças na política tributária e pela implantação do Plano Real foi desenvolvido por Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005). Para isso, os autores utilizaram os testes de cointegração e causalidade de Granger em uma amostra de 33 empresas de capital aberto do setor não financeiro cotadas na Bovespa, abrangendo o período de 1986 a 2003. Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005) fizeram três constatações mais gerais: (i) entre 12 a 18% das empresas da amostra utilizaram os dividendos com o objetivo de sinalizar lucros futuros, já que apresentaram um comportamento de pagamento de dividendos futuros consiste com a hipótese de sinalização; (ii) foi verificado um efeito negativo da política tributária no pagamento de dividendos nos períodos em que estes eram tributados em maior proporção do que os ganhos de capital, uma vez que o *payout* médio aumentou após o ano de 1996, quando os dividendos passaram a ser isentos de imposto de renda para quem os recebesse e (iii) a implantação do Plano Real fez com que o *payout* médio de dividendos aumentassem. No período de 1986 a 2003, o *payout* médio das empresas da amostra foi de 34,57% e, no período de 1995 a 2003 o *payout* médio foi de 50,66%.

No entanto, entende-se que uma limitação deste trabalho refere-se ao fato de a amostra ter sido limitada a apenas 33 empresas e não escolhidas de forma aleatória. Além disso, os autores utilizaram apenas empresas que pagaram dividendos em pelo menos 80% dos anos compreendidos entre 1986 a 2003, ou seja, ao longo de 18 anos. Não ficou claro o motivo desse corte na amostra inicial de empresas, o que pode ter distorcido consideravelmente as conclusões. Outro fator a ser destacado é que os autores utilizaram os valores dos dividendos em dólares, convertidos na base de dados Economática®. Isso se deve provavelmente pelo fato de que, no período analisado, houve uma troca de moeda com cortes de zero. No entanto, isso limita um pouco as comparações com outros estudos que utilizaram valores nominais ou atualizados pela inflação. Além disso, das 33 empresas analisadas, 5 eram de setores regulados pelo governo, que tinham pouca margem para alterar suas políticas de dividendos. Outro fator importante a ser questionado nesta pesquisa é a alta porcentagem de empresas em

que não houve nenhuma relação estatisticamente significativa entre dividendos e lucros (mais de 70%).

A despeito dos vários trabalhos que analisaram o conteúdo informacional dos dividendos com uma amostra reduzida de empresas e/ou um horizonte temporal relativamente curto, Figueiredo (2002) investigou a relação entre alterações de dividendos e mudanças de lucros futuros em empresas brasileiras no período de 1986 a 2000 para uma amostra de 324 companhias abertas brasileiras, totalizando 1.249 observações, sendo 591 aumentos de dividendos e 658 diminuições. No entanto, os resultados não forneceram evidências empíricas suficientes para suportar a hipótese testada pelo autor de que os dividendos possuem conteúdo informacional, sendo que a única relação positiva com significância estatística entre alterações nos dividendos e mudanças no lucro ocorreu no ano zero, ou seja, apenas no momento do anúncio das alterações. O que pode supostamente explicar essas diferenças de constatações é o fato de que o autor utilizou no seu estudo lucros deflacionados pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) calculado pela Fundação Getúlio Vargas para o período de 1986 a 2000, enquanto os outros trabalhos utilizaram lucros nominais.

Como visto até aqui, muitos pesquisadores brasileiros buscaram verificar o poder de sinalização e o conteúdo informacional do anúncio de alterações na política de dividendos. No entanto, Martinez (2005) objetivou analisar o conteúdo informativo do anúncio de resultados contábeis inesperados, tanto positivos (lucros) quanto negativos (prejuízo), verificando o poder que eles têm de afetar a cotação das ações no momento em que se tornam públicos. O autor utilizou as expectativas dos profissionais de mercado como uma *proxy* para os resultados previstos. Utilizando de um estudo de eventos para 120 empresas companhias listadas na Bovespa no período de 1996 a 2003, os resultados mostraram que o mercado brasileiro parece conseguir antecipar os resultados negativos, já que foram verificados retornos anormais negativos nos períodos que antecederam o anúncio de prejuízo.

No tocante aos anúncios inesperados de lucros, Martinez (2005) verificou que isso deu início a um ciclo de retornos anormais positivos e significativos após o anúncio do resultado. Numa análise qualitativa posterior, o autor observou que as ações das companhias nas quais os resultados contábeis atingem (mas não excedem) as

expectativas dos analistas têm um desempenho superior no período de 30 e 90 dias após a data do anúncio.

Como observado até agora, muitos dos trabalhos que tiveram como objetivo analisar o poder de predição de lucros futuros sob a ótica do conteúdo informacional, contido no anúncio de alterações na política de dividendos, fizeram isso analisando o retorno anormal das ações antes e depois do anúncio de alterações nos dividendos. No entanto, Nossa e Nossa (2007) analisaram o poder de predição dos dividendos e das recompras de ações sob a ótica do retorno sobre o ativo, ou *Return on Assets* – ROA. Os autores compararam o ROA de empresas que distribuíram dividendos com o ROA de empresas que não distribuíram dividendos. Compararam também o ROA de empresas que anunciaram programas de recompra de ações com o ROA de empresas que não o fizeram. O estudo abrangeu os anos de 1995 a 2004. Para a elaboração da pesquisa, foram analisadas todas as empresas listadas na Bovespa com as informações como o lucro líquido, total do ativo, preço da ação, patrimônio líquido, valor dos dividendos distribuídos e anúncios de recompra de ações disponíveis. Os resultados mostraram que tanto a distribuição de dividendos quanto a recompra de ações impactam positivamente no ROA das empresas. Além disso, os autores mostraram ainda que a distribuição de dividendos tem relação positiva com lucro líquido do período subsequente.

Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007) em um estudo desenvolvido com o objetivo de verificar se as distribuições de dividendos e juros sobre o capital próprio representaram sinalizadores ao mercado da lucratividade futura das empresas, concluíram que não é possível confirmar uma relação relevante entre o aumento ou diminuição da distribuição de proventos aos acionistas com a evolução dos lucros futuros. Para chegar a essa conclusão, os autores usaram um modelo de regressão que tinha como variável independente o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (LAJIDA) e como variável dependente os dividendos e Juros sobre Capital Próprio. A amostra foi composta de 149 empresas, agrupadas em sete setores econômicos, analisadas no período de 1999 a 2004.

Externalidades no ambiente macroeconômico vivido pelo Brasil na época do estudo, como a maxidesvalorização cambial ocorrida no início de 1999 e a instabilidade do período pré-eleitoral de 2002, foram apontadas por Fiorati, Garcia e Tambosi Filho

(2007) como possíveis aspectos que dificultaram a capacidade de previsão por parte dos gestores financeiros das empresas e inviabilizam a utilização do mecanismo de distribuição de proventos para passar informações aos acionistas.

Mais recentemente, Decourt, Procianoy e Pietro Neto (2007), também analisaram o poder de sinalização dos dividendos. Os autores estudaram 48 empresas brasileiras de capital aberto com lucro no período de 1997 a 2005, totalizando 432 eventos. Foram testadas quatro situações: (i) variações positivas de *payout* e variação do lucro do exercício em relação ao lucro do exercício anterior; (ii) variações positivas de *payout* e variação do lucro do exercício seguinte em relação ao lucro do exercício analisado; (iii) variações negativas de *payout* e variação do lucro do exercício em relação ao lucro do exercício anterior; e (iv) variações negativas de *payout* e variação do lucro do exercício seguinte em relação ao lucro do exercício analisado. Utilizando o teste qui-quadrado para verificar se as diferenças nos lucros apresentavam correspondência com as variações nos percentuais de distribuição de dividendos, com 12 faixas de variação positivas e negativas nos *payouts* (de 5% a 60%), os resultados mostraram que aumentos nos *payouts* não sinalizam lucros futuros. No entanto, reduções nos índices de *payouts* sinalizam lucros futuros maiores.

Sabe-se que o objetivo maior da contabilidade é o de fornecer informações úteis para a tomada de decisões. Dessa forma, o lucro ou prejuízo de um determinado exercício social é uma das informações mais procuradas pelos usuários da contabilidade. No âmbito da pesquisa acadêmica, o mercado de capitais fornece um território fértil para estudos que visam testar o poder da contabilidade em influenciar as decisões de um dos usuários mais interessados nas empresas: os acionistas. Por isso, uma vasta gama de estudos empíricos foi realizada no Brasil nos últimos anos relacionando o poder informacional da contabilidade e sua influência no mercado de capitais, entre eles Bernardo (2001), Lopes (2001), Martinez (2002) e Sarlo Neto (2003). Apesar de existir uma série de outros artigos desenvolvidos sobre esse assunto, Sarlo Neto, Loss e Nossa (2004) propuseram uma novidade. Os autores dividiram a amostra do estudo em ações preferenciais e ordinária. A justificativa para isso se dá pelas diferenças entre os dois tipos de ações que, para os autores, devem exercer influências diferentes sob as expectativas dos investidores dependendo do tipo de ação que ele possua.

Nesse sentido, os resultados contábeis divulgados deveriam representar uma fonte de informação mais relevante para os investidores em ações preferenciais, pois o lucro contábil serviria para confirmar as suas expectativas e reduzir a assimetria informacional sobre os dividendos futuros. Como os acionistas ordinários têm como prioridade o controle da empresa, a informação contábil divulgada não representa uma ferramenta para a redução da assimetria informacional. Com base em uma amostra de 108 ações, sendo 25 ordinárias e 83 preferenciais, de 91 empresas diferentes, os resultados obtidos mostraram que as variações dos preços das ações preferenciais seguiram a mesma direção dos resultados divulgados, confirmando a hipótese da relevância das informações contábeis para os investidores. Em relação às ações ordinárias, a hipótese foi confirmada parcialmente, pois somente a carteira com retornos negativos seguiram na mesma direção dos resultados divulgados.

Como visto no início desta revisão da literatura, o artigo seminal de Modigliani e Miller (1961) mostrou que as políticas de dividendos não possuem nenhum poder de alterar os preços das ações em algumas condições de perfeição de mercado, entre elas ausência de impostos. Mas, como na realidade, as empresas estão sujeitas a impostos, a relação entre dividendos e valor das ações foi objeto de pesquisa de vários estudiosos do assunto, como apresentado até aqui. Vale ressaltar que, na própria visão de Modigliani e Miller, os impostos eram considerados a principal imperfeição de mercado a ter influência sobre os dividendos.

No Brasil, os dividendos eram tributados com uma alíquota de imposto de renda de 23% até 1989. A partir do ano de 1989, os dividendos passaram a ser isentos de tributação. Já os ganhos líquidos de capital realizados nas vendas de ações passaram a ser taxados em 25% a partir de 1990, sendo anteriormente isentos. Essa inversão na vantagem fiscal a favor dos dividendos em relação à valorização das ações ocorrida no Brasil início da década de 1990, proporcionou um cenário único para o desenvolvimento de estudos que analisassem o efeito da tributação sobre os dividendos e sobre os retornos das ações.

Atento a isso, Ramos (1997) propôs um estudo com os dois objetivos. O primeiro era verificar se quando a tributação sobre dividendos era superior à valorização das ações – antes de 1989 –, os exigiam maiores retornos em relação à valorização das

ações. O segundo objetivo foi o de verificar se, após a isenção da tributação sobre os dividendos e da introdução da taxação de 25% sobre os ganhos de capital nas operações realizadas nas Bolsas de Valores – a partir de 1991 –, os investidores passaram a aceitar retornos menores para as ações das companhias analisadas.

Com base em uma amostra de 61 ações (13 ordinárias e 48 preferenciais) de 57 empresas brasileiras de capital aberto as conclusões de Ramos (1997) apontam para a exigência de retornos maiores para as ações das empresas que distribuíram maiores volumes de dividendos no período em que estes foram tributados a alíquotas superiores às incidentes sobre os ganhos de capital (1988/1989). Já no segundo sub-período (1990-1993), quando os dividendos passaram a ser isentos de impostos e os ganhos de capital tributados a uma alíquota de 25%, os dividendos passaram a ser desejados pelos investidores confirmando que a tributação sobre os dividendos influencia a formação dos retornos das ações negociadas na Bovespa.

Essas modificações na legislação tributária ocorridas nos anos de 1988 e 1989 no Brasil despertaram também a curiosidade de Procianoy (1996). Como visto, com a isenção tributária sobre os dividendos a partir de 1989 (até 1988 eram tributados a uma alíquota de 23%) e a tributação sobre os ganhos de capital na venda de ações em 25% (anteriormente isentos), fez com que fosse esperado um aumento nos pagamentos de dividendos aos acionistas, em decorrência do diferencial favorável de impostos. Visando testar isso, Procianoy (1996) realizou um estudo com 42 empresas brasileiras de capital aberto comparando os índices de *payout* dois anos antes da mudança da legislação tributária sobre os dividendos (1987 e 1988) e três anos depois (1990, 1991 e 1992).

A hipótese testada por Procianoy (1996) era de que os *payouts* aumentariam significativamente após 1989 já que os gestores corporativos deveriam privilegiar a distribuição de dividendos devido às mudanças fiscais. No entanto, o autor verificou que o aumento na distribuição de dividendos ocorrida após 1989 não foi suficiente para maximizar a riqueza do acionista, já que houve um aproveitamento apenas parcial das vantagens fiscais que poderiam ser obtidas no caso da plena utilização da distribuição de dividendos. Os resultados desse estudo confirmam outros dois trabalhos

desenvolvidos sobre essa mesma problemática por Poli (1993), Procianoy e Poli (1993) e Procianoy e Poli (2004).

A conflituosa relação entre os gestores e os acionistas, denominada de conflito de agentes e proposta inicialmente por Jensen & Meckling (1976), foi a principal causa apontada por Procianoy (1996) para a real explicação para o pouco incremento nos níveis de *payouts* das companhias analisadas. O autor chamou ainda a atenção para o seguinte fato: apesar de a Lei 6.404/76 possuir um artigo que obriga a distribuição de metade do lucro líquido para empresas com estatuto omissivo em relação aos dividendos, os gestores se utilizaram dos ajustes previstos na mesma Lei para pagar menos dividendos.

Além disso, o autor observou que o real poder aquisitivo dos dividendos era corroído pelas altas taxas de inflação da economia brasileira, dado o longo tempo transcorrido desde a apuração do lucro até o momento do seu efetivo pagamento. O principal motivo que justificaria a retenção da maior parcela possível dos lucros por parte dos gestores, seria a redução do risco financeiro da empresa, devido à menor alavancagem gerada pela maior proporção de capital próprio, via lucros retidos, na estrutura de financiamento da empresa.

Como pode ser observado com as conclusões desse estudo, os dividendos possuem um papel chave na redução dos conflitos entre o agente (administrador) e o principal (acionista). Com base no fato de que no Brasil o conflito entre os controladores e os minoritários é reforçado pela existência de dois tipos de ações, sendo as preferenciais, sem direito a voto e as ordinárias, com direito a voto, Bellato, Silveira e Savoia (2006) desenvolveram um estudo com o objetivo de investigar uma eventual relação entre o excesso de poder de voto em posse do acionista controlador e a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras.

O estudo partiu da premissa de que empresas onde há uma maior concentração de poder nas mãos de um acionista majoritário, o pagamento de dividendos é menor, em função da maior probabilidade de extração de benefícios privados do controle. Por meio da aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários, efeitos aleatórios e efeitos fixos para um painel de 153 empresas no período de 1998 a 2003, os autores

verificaram uma relação negativa significativa entre o excesso de poder de votos em posse dos controladores e a taxa de dividendo das empresas, corroborando a hipótese da pesquisa, reforçando os argumentos dos códigos de boas práticas de governança corporativa.

Ainda com relação ao poder dos dividendos em reduzir o conflito de agentes em uma empresa, Gonzaga, Costa e Lopes (2008), fizeram um estudo com o objetivo de responder a seguinte pergunta: Há relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários nas empresas brasileiras? Esse problema de pesquisa, segundo os autores, advém do fato de que como o lucro líquido é a base para cálculo dos dividendos, pode haver interesse do acionista majoritário não promover informações contábeis confiáveis para a projeção de fluxos de caixa futuros por parte dos acionistas minoritários.

Com base em uma amostra de companhias abertas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no período de 1995 a 2006, os autores utilizaram a técnica de dados em painel com efeitos fixos, com quatro *proxies* para conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e majoritários: incerteza operacional, nível de dividendos, nível de endividamento e proporção do direito de voto em relação ao direito a fluxo de caixa do maior acionista.

Os resultados encontrados por Gonzaga, Costa e Lopes (2008), indicaram que existe relação entre o conservadorismo contábil os conflitos sobre políticas de dividendos entre acionistas majoritários e minoritários nas empresas brasileiras pesquisadas. Para os autores, os resultados encontrados corroboram a argumentação de que o conservadorismo possui função relevante dentro da estrutura contratual da firma.

Um estudo que analisou o eventual conflito de interesses existentes entre os acionistas e os debenturistas foi realizado no Brasil por Sanvicente (1983). O autor buscou verificar se a distribuição de lucros sob a forma de dividendos era capaz de possibilitar uma transferência de riqueza aos acionistas em detrimento aos debenturistas. Para isso, o autor analisou o efeito que os anúncios de alterações na política de dividendos de uma empresa poderia causar sobre os valores das suas ações e sobre os valores das debêntures.

Sanvicente (1983) simulou quatro situações hipotéticas em que (i) o anúncio do aumento de dividendos possui conteúdo informacional positivo e o pagamento dos dividendos seria financiado por emissão de novas ações; (ii) o anúncio do aumento de dividendos possui conteúdo informacional positivo e o aumento de dividendos seria financiado por recursos já disponíveis na empresa; (iii) o anúncio de alteração nos dividendos não possui nenhum efeito informacional e o acréscimo de dividendos é financiado por novos recursos de terceiros e (iv) o anúncio não possui nenhum efeito informacional e nenhuma declaração é feita no sentido de que o aumento dos dividendos seria financiado com novos recursos externos.

Por meio da construção de um modelo de um único período, o autor verificou que a terceira situação descrita anteriormente poderia causar uma queda no valor das debêntures, já que alteraria os fluxos de caixas futuros para a organização e seriam financiados pelos debenturistas. Uma vez identificada essa condição, o autor fez algumas considerações sobre como os credores poderiam se proteger da transferência de riqueza para os acionistas.

Ainda com relação aos conflitos existentes entre o agente e o principal nas companhias brasileiras, Almeida e Santos (2008) desenvolveram uma pesquisa com o objetivo de verificar se as práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras tiveram alguma influência sobre o *payout* dos dividendos. A amostra foi composta de 305 empresas para o ano de 2006. Para isso, os autores construíram um modelo de regressão múltipla do tipo seção transversal que tinha como variável dependente o *payout* de dividendos (quociente entre o valor dos dividendos e o lucro líquido) e como variáveis independentes aspectos de governança corporativa e transparência.

As variáveis de governança corporativa foram obtidas mediante a aplicação de um questionário às empresas da amostra que analisaram aspectos como a composição e funcionamento do conselho de administração e sua conduta. Já com relação à transparência, foi verificado se os relatórios financeiros eram disponibilizados dentro do prazo legal, se a empresa utilizava métodos de contabilidade internacional, se a auditora independente era empresa global, se existia divulgação da remuneração do diretor geral e membros do conselho e se o parecer das empresas de auditoria independente foram

emitidos sem ressalvas. Foram também incluídos no modelo de regressão o retorno sobre os ativos, a alavancagem e o tamanho da empresa.

Os resultados mostraram que empresas com maiores níveis de transparência tendem a pagar maiores dividendos a seus acionistas. Entretanto, empresas com conselhos de administração mais aderentes às recomendações de boas práticas de governança corporativa são mais avessas a distribuírem os lucros. Essa constatação confirma as observações de Mota e Eid Junior (2007) que afirmaram que as empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuíram uma parcela maior de seus lucros aos acionistas, como forma de assegurar ao mercado que elas não expropriariam os acionistas minoritários.

Como observado até aqui, tanto os estudos internacionais quanto os nacionais, sugerem que as políticas de devolução de fundos aos acionistas têm sido utilizadas como redutor do conflito entre o agente e o principal nas companhias abertas brasileiras, onde se observa a separação entre a propriedade da empresa (principal) e sua administração (agentes nomeados pelo principal). No entanto, em um artigo posterior àquele que introduziu essa discussão no ambiente acadêmico, Jensen (1986), agora sem a ajuda do seu parceiro Meckling, mostrou que, além dos dividendos, as recompras de ações também têm o poder de reduzir o conflito de agentes. As recompras representam uma forma alternativa de transferência de dinheiro ao principal que deixa menos recursos financeiros nas mãos dos gestores.

Os programas de recompra de ações (PRA), além de representarem uma outra forma de a empresa devolver recursos aos seus acionistas, alternativa ao pagamento de dividendos ou Juros sobre Capital Próprio, também têm o poder de enviar um sinal ao mercado. Brealey, Myers e Allen (2008, p. 367) afirmam que a informação contida no anúncio de um PRA provavelmente difere do conteúdo informacional dos dividendos. Para os autores, quando uma empresa anuncia que vai recomprar suas próprias ações, os acionistas ficam aliviados por ver a empresa distribuir essas disponibilidades excedentes em vez de as perder com investimentos não lucrativos. Isso ajuda a, inclusive, reduzir os conflitos de agenciamento.

As recompras de ações podem também enviar um sinal de confiança que um gestor tem no futuro da companhia. Uma outra informação que pode estar contida em um PRA é que a empresa considera que o valor das suas ações está subavaliada pelo mercado. Brealey, Myers e Allen (2008, p. 367), citam algumas pesquisas desenvolvidas nos EUA que mostram que o valor das ações subiram após o anúncio de um PRA. Isso foi observado inicialmente por Dann (1991) e depois por vários outros autores, entre eles Comment e Jarrell (1991) e Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995), que documentaram retornos anormais positivos para o preço das ações em torno de um anúncio de recompra.

Cabe ressaltar que nos Estados Unidos, os estudos sobre recompras de ações formam uma importante linha de pesquisa, e muitos trabalhos importantes foram desenvolvidos no sentido de corroborar o fato de que a recompra de ações pode ser uma estratégia válida no objetivo de enviar sinais ao mercado de que a empresa entende que suas ações estão sendo subavaliadas. Estudos nessa linha foram propostos por Dielman, Timothy e Wright (1980), Dann (1981), Vermaelen (1981), Lakonishok e Vermaelen (1990), Liano, Huang e Manakyan (1990), Comment e Jarrell (1991), Porter, Roenfeldt e Sicherman (1999), Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (2000), Mello e Shroff (2000), Gordon (2002) e Lie (2005).

No Brasil, a devolução de recursos aos acionistas por meio de recompra de ações foi objeto de estudo de Gabrielli e Saito (2003). Os autores analisaram, por meio de um estudo de evento, 647 anúncios de recompras de ações de 120 empresas distintas no período de 1994 a 2002 e encontraram um retorno anormal acumulado médio de -3,48% desde a data do anúncio do PRA até o término do prazo de três meses previsto para a recompra. No entanto, quando os autores dividiram o período de análise em duas partes – antes e após a Instrução Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 299 que, entre outras deliberações sobre os PRA, inibiu o fechamento branco de capital pelas companhias negociadas na Bovespa – observaram uma mudança de comportamento dos retornos das ações. Enquanto a primeira parte apresentou o mesmo padrão de comportamento negativo visto na amostra total analisada (-8,63%), com o mercado penalizando as companhias que anunciaram programas de recompra de ações, foi constatado um retorno anormal médio acumulado positivo de 4,95% após o anúncio de recompra pela companhia emissora a partir do ano de 1999.

Mais recentemente, Nascimento e Nossa (2010) fizeram um estudo no Brasil com o objetivo de evidenciar as principais motivações que levam as companhias nacionais a efetuarem programas de recompra de ações. A pesquisa foi realizada por meio da coleta de dados de todas as empresas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2008. Os resultados confirmaram a motivação da redução do fluxo de caixa disponível aos administradores como um dos motivos para a recompra de ações, confirmando o pressuposto da teoria de agenciamento, que afirma que empresas com disponibilidade de caixa recompram ações na intenção de minimizar o conflito existente entre principal e o agente.

Além do efeito da tributação sobre os dividendos, que despertou interesse de vários pesquisadores como visto até aqui, há no Brasil uma outra imperfeição de mercado que afeta a política de dividendos e que tem sido objeto de diversos estudos: os Juros Sobre Capital Próprio. Essa figura legal foi instituída no Brasil pela Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, tendo entrado em vigor em 1º de janeiro de 1996. Os Juros sobre Capital Próprio possuem uma vantagem tributária que os assemelha aos juros pagos nos empréstimos junto a terceiros. Isso porque, os JSCP podem ser lançados na contabilidade como se fossem uma despesa financeira no exercício social subsequente ao do seu pagamento, reduzindo assim o lucro antes da tributação e, consequentemente, o valor dos impostos devidos.

Devido às suas especificidades, a implantação dos Juros sobre Capital Próprio instigou algumas importantes investigações científicas. Zani e Ness Júnior (2000), por exemplo, se propuseram a responder algumas questões levantadas após a introdução dos JSCP, entre elas, se houve alteração na estrutura de capital das empresas que passaram a utilizar essa opção e se essa opção reduziu a vantagem fiscal do endividamento. Para verificar se a introdução dos JSCP alterou a estrutura de capital das companhias abertas brasileiras, os autores separaram as 94 empresas não financeiras da amostra em dois grupos. No primeiro grupo ficaram as companhias que pagaram JSCP e no segundo grupo as empresas que não pagaram JSCP. O período analisado compreendeu os anos de 1996 e 1997, sendo comparados três indicadores de endividamento nos dois anos do estudo. Os resultados obtidos demonstraram que tanto as empresas que lançaram JSCP, quanto as que não o fizeram, continuaram a aumentar o endividamento como forma de financiar seu investimento.

No entanto, mesmo tendo aumentado o endividamento, o teste de análise de variância aplicado nas empresas da amostra mostrou que a introdução dos JSCP não foi capaz de alterar significativamente a estrutura de capital das companhias da amostra. Feito isso, os autores fizeram uma simulação comparando o impacto do benefício dos JSCP em uma empresa com dívida e em uma empresa sem dívida. Nesse sentido, com base nas alíquotas de tributação vigentes em 1998, os autores mostraram que, no limite superior, é possível reduzir a carga fiscal da empresa de 33% para 24%, com economia equivalente a 27% da alíquota original. Em síntese, os resultados obtidos pelos autores mostraram que o pagamento dos JSCP é capaz de agregar valor econômico para as empresas, mas não o suficiente para eliminar a vantagem tributária gerada pelo endividamento. Assim, não foram obtidas evidências de que essa vantagem fiscal estivesse estimulando as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

Com a introdução da figura dos JSCP no Brasil pela Lei 9.249/95, era esperado que as companhias brasileiras aumentassem os seus índices de distribuição de dividendos, já que os Juros sobre Capital Próprio passariam a produzir um benefício fiscal para as empresas. Com o objetivo de verificar se os *payouts* das empresas brasileiras aumentaram a partir de 1996, Paiva e Lima (2001) fizeram um levantamento empírico com base em uma amostra de 57 empresas no período de 1996 a 1998. Ao contrário do esperado, os resultados do estudo indicaram que as companhias não aumentaram significativamente os índices de *payout*, enquanto muitas outras não registraram os juros sobre o capital próprio, apesar de a adoção ter crescido nos três anos do estudo.

Os testes realizados pelos autores não conseguiram sustentar a hipótese de que a isenção tributária dos dividendos e a manutenção da alíquota sobre os ganhos de capital provocaram mudanças significativas na política de dividendos das companhias. No entanto, os resultados desse estudo têm que ser analisados com cautela. Isso porque o estudo analisou apenas três anos e apenas 57 empresas de uma amostra inicial de 543 empresas.

Outro foco de atenção está relacionado com a determinação da amostra. Isso porque os autores eliminaram da amostra inicial 14 empresas que distribuíram todo o

lucro apurado no período, sob a alegação de que essas empresas estavam “abdicando das oportunidades de investimento e que este não é o padrão de comportamento seguido ao longo dos anos”. Essa justificativa é totalmente inconsistente, uma vez que uma empresa pode naturalmente distribuir todo o seu lucro e, mesmo assim, realizar todos os investimentos necessários nas suas operações com recursos de terceiros. Inclusive isso pode ser realizado como uma forma de alterar a estrutura de capital, para empresas que buscar aumentar a alavancagem financeira.

Em um estudo multicaso, Silva et al. (2006) buscaram analisar alguns aspectos fiscais da implementação da figura dos Juros sobre Capital Próprio no Brasil. Primeiramente, os autores compararam a regulamentação societária dos JSCP com base na Lei 9.249/95 e nas deliberações da Comissão de Valores Mobiliários com a visão tributária do Regulamento do Imposto de Renda (RIR-99), destacando alguns importantes pontos de divergência, principalmente no tocante à contabilização dos JSCP. Em seguida, os autores identificaram duas correntes de pensamento acerca dos JSCP. Para a primeira, os JSCP podem funcionar como um substituto da correção monetária de balanços e, para a segunda, os JSCP teria como objetivo o tratamento isonômico entre os rendimentos do capital próprio e os do capital de terceiros. Por fim, foi verificado o uso dos JSCP em três empresas brasileiras de capital aberto do setor siderúrgico nos anos de 2001, 2002 e 2003 e foram encontradas erros de cálculo em relação ao atendimento da legislação tributária e societária nas três empresas analisadas.

Uma pesquisa exploratória que buscou verificar quais as características das empresas que pagaram JSCP no Brasil no período de 2001 a 2006 foi desenvolvida por Santos e Salotti (2008). Com base em uma análise de 3.921 demonstrativos contábeis de companhias abertas e fechadas, extraída do anuário Melhores e Maiores da Revista Exame, os resultados encontrados pelos autores sugerem que as empresas que escolhem essa forma de remuneração possuem determinadas características que são distintas das empresas que não utilizam essa modalidade. Com relação aos ramos de atuação, as empresas comerciais foram menos propensas a utilizar a forma dos JSCP para remunerar seus acionistas.

No tocante à presença em Bolsa, foi observado que empresas listadas na Bovespa pagam JSCP com mais frequência do que as empresas fechadas. Quanto ao

controle acionário, os resultados mostraram que as companhias estatais e estrangeiras têm utilizado a possibilidade dos JSCP de forma mais assídua do que as empresas de controle nacional. Outra constatação foi com relação ao tamanho das empresas, medido pelo total do patrimônio líquido, total do ativo e total das receitas de vendas. Os resultados mostraram que empresas maiores tendem a utilizar JSCP em presença maior do que empresas menores, embora no modelo logístico usado pelos pesquisadores, o resultado para a variável ativo tenha sido invertido. Por fim, foi observado que empresas que têm maiores lucros são mais propensas a pagar JSCP do que aquelas que têm lucros menores.

Nesse mesmo ano Piloto, Senra e Moreno (2008) adaptaram para a realidade brasileira o cálculo do custo médio ponderado de capital (ou *weighted average capital cost* – WACC), incluindo o benefício fiscal que os Juros sobre Capital Próprio promove ao custo do capital próprio. Após proporem um modelo adaptado à realidade nacional, os autores calcularam o valor de uma empresa real, a Aracruz Celulose, usando o modelo do fluxo de caixa descontado com a formulação original do WACC e com o WACC adaptado aos JSCP. Em seguida, compararam o valor pelos dois métodos. Os autores verificaram que o custo de capital próprio é reduzido pela multiplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) pela diferença entre o imposto de renda de pessoa jurídica e o imposto de renda pago pelo acionista.

Assim, os autores observaram que o benefício fiscal que reduz o custo de capital próprio e aumenta o valor da empresa que distribui JSCP, é proveniente da diferença entre as alíquotas de imposto de renda da empresa e do acionista. Deste modo, só haverá o benefício fiscal e só será interessante a distribuição de JSCP se a alíquota de imposto de renda da pessoa jurídica for superior à alíquota de imposto de renda do acionista. Caso ocorra o inverso, haverá um prejuízo fiscal que aumentará o custo de capital próprio e consequentemente o custo médio ponderado de capital, reduzindo o valor da empresa.

Isso foi verificado na demonstração empírica, onde foi considerada uma alíquota de imposto de renda da empresa superior à alíquota de imposto de renda do acionista. Como atualmente no Brasil os JSCP são tributados na pessoa física a uma alíquota de 15% ao passo que o lucro empresarial é tributado por uma alíquota de 15% de Imposto

de Renda, mais um adicional de 10% sobre o lucro que exceder R\$ 60.000,00 no trimestre, além de uma alíquota de 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, o pagamento de JSCP é vantajoso do ponto de vista fiscal.

Além das particularidades brasileiras relacionadas aos aspectos legais que diferenciam a realidade das companhias nacionais em relação às empresas de outros países, o Brasil convive com algumas peculiaridades econômicas próprias. Durante muitos anos em um passado recente, o Brasil conviveu com uma realidade econômica caracterizada, entre outros fatores, por elevadas taxas de inflação.

Preocupado em como isso poderia afetar a distribuição de lucros por parte das empresas, Natan Szuster apresentou, em 1985, uma tese junto ao Departamento de Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP) que se tornou uma referência para estudos posteriores. Nela, Szuster (1985) propôs alguns ajustes no lucro contábil para se chegar no valor dos dividendos que poderiam ser distribuído pelas empresas. Portanto, a principal preocupação do autor foi demonstrar qual o valor ideal de lucro passível de distribuição em diversas situações experimentadas pela empresa em um ambiente altamente inflacionário, lucro este capaz de evitar a descapitalização da empresa.

Para isso, o autor realizou uma série de simulações de transações contábeis analisando quais os impactos que cada um dos eventos simulados causava nas demonstrações contábeis da empresa comparando três métodos reconhecimento do estoque, a saber, Custo Histórico, Custo Histórico Corrigido e Custo Corrente Corrigido.

A grande inovação proposta pelo autor é o ajuste do lucro líquido contábil (chamado de lucro-base) por duas contas em especial: (i) Economias (ou Deseconomias) de Custo Realizadas e (ii) Ganhos (ou perdas) de Estocagem e de Capital Não-Realizadas. Essas duas contas deveriam ser acrescentadas no final da Demonstração do Resultado do Exercício para transformar o lucro líquido contábil em Lucro Líquido Corrente Corrigido.

Esse lucro é resultante do confronto entre receitas e despesas correntes traduzidas monetariamente para a data final do exercício social, ou seja, o lucro é calculado em moeda corrente na data da sua destinação como dividendos e não calculado em moeda histórica. Após encontrado o Lucro Líquido Corrente Corrigido seria então efetuado o cálculo do que se chamou de Valor Passível de Distribuição (VPD). Este seria o parâmetro final que determinaria o valor máximo a ser distribuído como dividendos pelas organizações e que manteria intacto o poder aquisitivo da capacidade produtiva do capital da empresa. A obtenção do VPD deriva do confronto entre dois Patrimônios Líquidos avaliados a uma moeda de mesmo poder aquisitivo, e, por isso, deveria ser um dos fatores a serem considerados pela empresa na determinação da Política de Dividendos.

Para compreender a importância desse modelo, há que se ressaltar, que, na ocasião em que este trabalho foi apresentado, no ano 1985, ainda existia no Brasil a chamada Correção Monetária de Balanços (CMB), mecanismo pelo qual as empresas corrigiam os seus Balanços Patrimoniais pela inflação do período que foi extinta em 1996. No entanto, os ajustes propostos por Szuster (1985) eram necessários porque o preço das mercadorias necessárias para reposição dos estoques aumentava em percentuais diferentes dos índices oficiais de inflação, na maioria dos casos. Assim, o modelo de Szuster (1985) consistia em uma técnica mais completa e detalhada de cálculo do lucro empresarial que contrapunha-se ao mecanismo simplista da CMB proposta pela Lei 6.404/76, em que a correção das contas do Balanço Patrimonial se dava pelo uso de um único índice de inflação.

O método desenvolvido por Szuster (1985) também contribui para a decisão de reposição de ativos depreciáveis ao final da sua vida útil ao se determinar o fluxo de caixa a ser reinvestido em ativos imobilizados por meio do cálculo da depreciação segundo o método do custo corrente corrigido ao invés dos métodos contábeis tradicionais da linha reta ou soma dos dígitos.

A demonstração de como funcionaria esse modelo foi realizada mediante simulações de situações cotidianas das empresas, tais como compra de estoques financiados com recursos próprios, compras de estoques realizadas com recursos de terceiros, compras de ativos imobilizados financiados com recursos próprios, compras

de ativos imobilizados financiados com recursos de terceiros, vendas integrais ou parciais a prazo de mercadorias adquiridas com recursos próprios e de terceiros, reavaliação de ativos, dentre outras situações-exemplos.

Em todas essas simulações, o autor obteve o Valor Passível de Distribuição e comparou-o com o lucro-base contábil. Em algumas situações, as quantias do VPD e do lucro-base coincidiam, mas, na maioria dos casos, havia distorção entre os valores. O modelo então apresenta as causas das distorções, que estão relacionadas à composição do Balanço Patrimonial da empresa, e também apresenta o Lucro Distribuível Máximo (LDM) que permite a manutenção do capital da empresa e deve ser usado como parâmetro para a decisão de dividendos.

Assim, a ideia de Szuster (1985) era propor um mecanismo de ajuste do lucro contábil para se chegar no lucro passível de distribuição por meio da correção das contas patrimoniais usando o custo corrente corrigido, que seria mais realista do que a aplicação de um único índice de inflação às contas do Balanço Patrimonial conforme o mecanismo da Correção Monetária de Balanço (CMB). Alguns trabalhos posteriores foram desenvolvidos no Brasil tendo como temática básica a questão do cálculo do lucro passível de distribuição. Entre eles, pode-se citar Jaloretto (1992), Santos (1994) e Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994).

O poder de distorção da inflação no cálculo da lucratividade real de cada bem ou serviço vendido pela empresa em economias altamente inflacionárias foi o objeto de estudo de Uba (1985). O autor propôs um método de formação de preços e de medida do risco inflacionário para pautar a política de curtíssimo prazo da empresa. A sistemática para correção do lucro proposta por Uba (1985) baseava-se fundamentalmente em dois fatores que distorciam a análise preço-custo na presença da inflação: matérias-primas contabilizadas pelo custo médio e emprego dos valores nominais de preços e custos no cálculo da lucratividade, sem que se reconheça os efeitos dos diferentes períodos de sua transformação em caixa.

No método de ajuste proposto pelo autor, o primeiro fator de distorção é anulado pelo emprego de preços de reposição, ao invés de preços médios, na precificação dos insumos produtivos. O segundo fator é anulado pelo uso de preços presentes no cálculo

dos demais custos necessários à produção. Feito isso, o autor propôs alguns exemplos em que discutiu como as medidas possíveis seriam capazes de reduzir, ou até mesmo anular, o risco inflacionário de curto prazo nas empresas e como as perdas ou ganhos revelados por essa análise dinâmica refletiriam na contabilidade das empresas.

Após a implantação do Plano Real em 1994, a economia brasileira passou a conviver com taxas de inflação mais baixas e controladas. Isso fez com que o governo brasileiro extinguisse vários mecanismos de indexação de preços da economia e, entre eles, eliminasse o mecanismo de Correção Monetária de Balanço por meio da Lei 9.249 de 1995. No entanto, apesar de reduzir a inflação para um dígito ao ano, o processo de aumento contínuo dos preços continuou exercendo suas distorções na contabilidade das empresas. Dessa forma, Ambrozini (2006) fez um trabalho que objetivou analisar quais foram impactos causados pelo não reconhecimento da inflação no período de 1996 a 2004 – que atingiu 167,21% nos nove anos do estudo medida pelo Índice Geral de Preços - Mercado (IGP-m) da Fundação Getúlio Vargas – no lucro apurado pelas empresas e, consequentemente, como isso afetou a distribuição de dividendos.

Com base em uma amostra de 255 empresas brasileiras de capital aberto, o autor corrigiu as demonstrações contábeis dessas companhias utilizando o mecanismo da CMB como se ela não tivesse sido proibida pela Lei 9.249/95, totalizando a correção de um conjunto de 2.050 Balanços Patrimoniais e Demonstração do Resultado do Exercício. Após a aplicação da CMB, o autor comparou os lucros apurados pelas empresas – sem correção – com o lucro corrigido pela inflação e verificou que as diferenças entre os lucros foram estatisticamente significativas para um intervalo de confiança de 99%.

Como as empresas distribuíram dividendos nesse período com base em um lucro contábil apurado sem levar em consideração os efeitos da inflação, o autor verificou ainda que, no ano de 1999, por exemplo, 21 empresas que apresentaram lucro líquido, na verdade teriam tido prejuízo se tivessem corrigido o Balanço Patrimonial e lançado o efeito da distorção da inflação na Demonstração de Resultado. Isso porque, a perda monetária causada pela inflação superou o valor do lucro líquido. Portanto, essas empresas distribuíram como dividendos, um lucro inexistente.

O inverso também ocorreu. No ano de 2002, por exemplo, 51 empresas apresentaram prejuízo de acordo com a demonstração do resultado sem correção pela inflação, mas, devido a sua estrutura patrimonial, a correção do balanço levaria a um ganho inflacionário superior ao prejuízo apurado, tornando essa empresa lucrativa e permitindo o pagamento de dividendos. Este trabalho mostra, portanto, como a não consideração das distorções causadas pela inflação nas demonstrações financeiras pode causar enormes danos à qualidade da informação gerencial fornecida pela contabilidade e como isso pode, conseqüentemente, distorcer as decisões dos gestores e prejudicar tanto a riqueza dos acionistas quanto a continuidade da organização.

A promulgação da Lei 9.249/95 que revogou a correção monetária das demonstrações financeiras, pouco tempo depois da implantação do Plano Real, em julho de 1994, incomodou muitos profissionais e pesquisadores da contabilidade que haviam desenvolvido um dos modelos de reconhecimento da inflação nos relatórios financeiros mais avançados do mundo, reconhecido inclusive por instituições internacionais, como o *International Accounting Standards Board* (IASB) e pela Organização das Nações Unidas (ONU).

Preocupado com isso, Santos (1997) fez um trabalho com o objetivo de alertar para o fato de que a proibição do reconhecimento dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis das companhias brasileiras poderia provocar grandes perdas no poder que esses relatórios possuem no auxílio à tomada de decisões e também poderia acarretar em um aumento da carga tributária. Para isso, o autor criou duas empresas hipotéticas. A primeira empresa possuía patrimônio líquido maior que o ativo permanente. Isso fazia com que o saldo da correção monetária fosse devedor, indicando despesa e, respectivamente, perda inflacionária. Na segunda empresa, ocorria o contrário. Após realizada a simulação de alguns lançamentos contábeis, o autor mostrou distorções no caixa da empresa, no lucro, na rentabilidade real, nos dividendos e no retorno sobre o capital comparando a contabilidade com a correção monetária com a contabilidade nominal.

Por fim, Santos (1997) fez um alerta para o fato de que a proibição da utilização da correção monetária provocaria pagamentos adicionais de imposto de renda e contribuição social a todas as empresas, independente de sua estrutura de capital. O

autor encerra o seu trabalho alertando que os efeitos da inflação não podem deixar de ser refletidos nas demonstrações contábeis, independente do seu nível. Existindo inflação, ela deve ser considerada, sob pena de tornar os números absolutamente incompreensíveis ou significativamente discrepantes em relação à realidade.

Ainda com relação à inflação, mais recentemente Lima et al. (2004) fizeram um estudo com o objetivo de mostrar as consequências da não consideração dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis. Para isso, os autores analisaram os demonstrativos financeiros das empresas que divulgaram, voluntariamente, os impactos da corrosão do poder aquisitivo da moeda nas suas contas patrimoniais. A metodologia baseou-se em um teste não-paramétrico de diferença de médias para verificar se os indicadores de liquidez, endividamento e rentabilidade calculados a partir dos balanços corrigidos diferiam significativamente dos indicadores obtidos pelas demonstrações elaboradas sem a correção monetária integral.

A conclusão obtida para os três índices foi a de que, com um nível de significância de 5%, a hipótese nula de que os índices apurados sem e com correção monetária eram iguais foi rejeitada. Com isso, os autores concluíram que a falta de correção monetária nas demonstrações apresentadas no período de 1996 até 2002 impacta na geração de informações que não refletem a real condição patrimonial e financeira das empresas. Por fim, alertaram para o fato de que a utilização das demonstrações contábeis sem nenhum tipo de reconhecimento dos efeitos inflacionários pode estar induzindo seus usuários a conclusões equivocadas.

O uso do lucro como parâmetro de desempenho de uma empresa é questionado pela literatura de dividendos não somente por que ele é apurado sem o reconhecimento das perdas inflacionárias, mas também por causa da forma pela qual ele é apurado, o que torna necessária realização de alguns ajustes posteriores para convertê-lo em caixa ou para transformá-lo em indicador de geração de valor. A possibilidade de se utilizar métodos contábeis alternativos para o registro de alguns eventos faz com que o valor do lucro apurado pela contabilidade seja questionado.

Na literatura contábil, o uso inadequado de técnicas contábeis para manipular o valor do lucro recebe inclusive um nome próprio: gerenciamento de lucros. No entanto,

essa prática beira a ilegalidade e geralmente é caracterizada como uma fraude. O gerenciamento de lucros pode ser o último recurso a ser usado por gestores empresariais que estão sob pressão para manter ou elevar os indicadores de rentabilidade de uma empresa.

No Brasil, Sancovski e Matos (2002) avaliaram as opiniões dos gestores quanto às práticas de gerenciamento de lucros e obtiveram constatações alarmantes: os gestores brasileiros, em média, julgaram éticas ou, na pior das hipóteses, questionáveis, as decisões operacionais tomadas com o propósito de alcançar metas de lucro. Além disso, as manipulações contábeis foram consideradas condenáveis porém não antiéticas. No entanto, mesmo com essas deficiências, algumas pesquisas mostram que os lucros contábeis tem algum poder em explicar parte o comportamento dos preços das ações na Bolsa de Valores de São Paulo, como proposto por Lopes e Carvalho (2003).

Por essas deficiências apontadas no lucro contábil, o modelo de dividendos proposto no capítulo 6 iniciará todo o processo de destinação dos lucros tendo como parâmetro a geração de valor ao acionista. A sustentação empírica para isso é embasada em estudos como o realizado por Okimura e Sousa (2004). Com base em demonstrações contábeis de 109 empresas brasileiras de capital aberto no período de 1997 a 2003, os autores demonstraram que as medidas de lucro econômico que levam em consideração o custo de oportunidade dos recursos investidos na empresa pelos acionistas, possuem maior relação com o retorno das ações do que o lucro líquido ou o fluxo de caixa operacional.

Utilizando uma regressão com dados em painel, com aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários e de procedimentos de efeitos aleatórios e efeitos fixos, os autores concluíram que o *Economic Value Added* (EVA) possui o maior poder de explicação do retorno das ações. O fluxo de caixa operacional ficou em segundo lugar e o lucro líquido em terceiro. Os coeficientes de todas as variáveis se mostraram significantes ao menos no nível de 5% para as especificações, incluindo as variáveis defasadas em um período das medidas de desempenho.

O modelo de decisão de destinação do lucro que será aqui proposto, além de iniciar com a análise de geração de valor econômico por parte da empresa, levará em

consideração as decisões de investimento e financiamento. Isso se torna importante no Brasil porque, apesar de toda a literatura de finanças defender que a decisão de dividendos deve ser inter-relacionada às decisões de investimento e de financiamento, Loss e Sarlo Neto (2005) mostraram que a imposição legal do dividendo mínimo obrigatório impede que as empresas brasileiras sigam essa lógica. Os autores desenvolveram uma pesquisa empírica com o objetivo de verificar se as companhias brasileiras alteram sua política de dividendos frente às necessidades de investimentos em recursos permanentes.

Para isso, os autores construíram dois modelos de regressão, sendo que um visava verificar se os dividendos são influenciados pelo volume de investimentos e o outro, com o objetivo de verificar se os investimentos são influenciados pelos dividendos. O modelo de regressão de dividendos proposto pelos autores tinha como variável dependente os dividendos correntes e como variáveis explicativas os dividendos defasados em um período, o lucro líquido e variável investimentos correntes.

Já o modelo de investimentos teve como variável dependente os investimentos e como variáveis explicativas os investimentos defasados em um período, o volume de produção representado pela soma entre Custo dos Produtos Vendidos e variação em estoques e a variável dividendos correntes. Os modelos foram aplicados em uma amostra de 476 observações realizadas nos anos de 1998 a 2002. O modelo de investimentos apresentou-se como um modelo inferior ao modelo de dividendos em termos de poder explicativo, sendo que nenhuma das variáveis foi relevante à exceção dos investimentos defasados. Por sua vez, no modelo de dividendos, além da variável dividendos defasados, a variável lucros correntes também foi relevante.

Entretanto, foi verificado que os dividendos não explicam os investimentos e vice-versa, mostrando que não houve relacionamento entre tais políticas. A explicação para tal fato foi atribuída às imperfeições do mercado brasileiro e, principalmente à regulamentação sobre as políticas de dividendos.

A obrigatoriedade de um dividendo mínimo no caso de omissão do estatuto parece ter reflexos não somente nas decisões de investimento, financiamento e de distribuição de lucros. O impacto dos dividendos mínimos obrigatórios no valor de

mercado das empresas estatais foi analisado por Garcia e Bugarin (2001). Com a promulgação da Lei 9.530 de 10/12/1997, o governo determinou que os dividendos pagos pelas empresas estatais fossem utilizados para amortizar as dívidas federais. Isso fez com que muitas companhias de capital aberto em que o governo detinha o controle deixassem de pagar dividendos.

Para evitar isso, o governo editou o Decreto-Lei nº 2.673 de 16/07/1998 que fixou em 25% percentual mínimo de distribuição de lucros pelas empresas estatais. O trabalho discutiu o papel do gestor público, que deve tomar suas decisões baseado no custo de oportunidade de não desviar capital. No entanto, quanto mais recursos à sua disposição, maior o nível de desvio escolhido. Os autores propuseram um modelo de dividendos baseado no problema de Incentivo Adverso que surge da impossibilidade de o Governo Federal monitorar de forma perfeita o comportamento do diretor de uma empresa estatal, partindo da premissa de que a exigência de dividendos mínimos, pode diminuir os recursos à disposição do gestor, reduzindo o nível de apropriação indevida.

O modelo sugere ainda que o relevante crescimento dos dividendos arrecadados pela União nos últimos anos pode, na verdade, estar sendo custeado através do aumento do endividamento das estatais, do que decorre uma redução no valor de mercado dessas empresas. Nas palavras dos autores, o governo pode estar contribuindo para que o patrimônio público aumente sua dependência em relação ao capital de terceiros e o valor total para o governo de suas estatais seja, de fato, reduzido.

Outro trabalho que teve como objetivo analisar conjuntamente as decisões de dividendos e de financiamento no Brasil foi efetuado por Futema, Basso e Kayo (2007). Replicando um estudo de Fama e French (2002) com a inclusão dos Juros sobre Capital Próprio, os brasileiros analisaram as relações conjuntas da estrutura de capital e dividendos/JSCP no período de 1995 a 2004. Os autores compararam também os seus resultados com as previsões estabelecidas pelas teorias do *tradeoff* estático e do *pecking order* proposta por Myers (1984).

Apesar do fato de que, segundo os autores, a distribuição de lucros no Brasil ser relativamente baixa quando comparada com a de empresas americanas, a variável explicativa de maior peso e influência na determinação dos dividendos e da

alavancagem foi a lucratividade. Os resultados confirmaram o pressuposto estabelecido pela teoria de *pecking order* de que a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento.

No entanto, o mesmo não foi observado para as oportunidades de crescimento, que apresentaram relação negativa com a distribuição de dividendos. Também não foram obtidas evidências de que existe ajustamento nas distribuições de lucros para absorver as variações de curto prazo do investimento. Esses resultados parecem confirmar a premissa de Lintner (1956) de que os gestores das companhias são relutantes em modificar a política de dividendos em razão da sinalização implícita que tal alteração poderia enviar ao mercado.

Ao que tudo indica, Silva e Brito (2003) foram os primeiros pesquisadores que testaram para o Brasil as previsões das teorias de *tradeoff* e do *pecking order* sobre dividendos, no entanto, suas conclusões foram um tanto quanto. No estudo, os autores utilizaram demonstrativos contábeis consolidados corrigidos pela inflação pelo IGP-DI, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, para uma amostra de 111 empresas não financeiras de capital aberto durante os anos de 1995 a 2001. Com relação aos resultados, de acordo com as palavras dos autores: “no que diz respeito a dividendos, confirmamos as teorias de *tradeoff* e do *pecking order* para as variáveis de lucratividade e alavancagem, foi encontrada relação positiva entre dividendos e lucro”. Isso mostra que a lucratividade foi o fator decisivo e de maior importância para o pagamento de dividendos, segundo o estudo dos autores.

Analisando esses resultados, primeiramente seria esperada uma relação entre lucro e dividendos, já que os dividendos são calculados com base em um percentual de lucro. Segundo, Silva e Brito (2003) disseram que confirmaram as teorias do *tradeoff* e do *pecking order*. Aqui surge um questionamento. Se as teorias testadas são antagônicas, como foi possível confirmar as duas? Isso não fica claro no estudo. Outra constatação feita mais adiante no trabalho, usando as próprias palavras dos autores, é que “confirmando novamente as teorias de *tradeoff* e *pecking order*, relação negativa entre dividendos e alavancagem foi apurada, pois o endividamento das empresas afetam seus lucros, fazendo com que haja diminuição dos lucros se o nível de endividamento for alto e aumento dos lucros se nível de endividamento for baixo.” Novamente se

questiona como os autores confirmaram duas teorias antagônicas. Se eles verificaram que as empresas mais endividadas são as que tiveram menores lucros e, por isso, pagaram dividendos, isso por si só não permite confirmar duas teorias que dizem respeito à forma pelas quais as empresas decidem sua estrutura de capital.

Em um estudo posterior, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), analisaram empiricamente as predições da hipótese de hierarquia das fontes de financiamento do *pecking order* e da hipótese de sinalização, conjuntamente com os custos de agência e o efeito da estrutura de propriedade sobre a determinação da política de dividendos nas empresas brasileiras. Com base em uma amostra de 178 companhias de capital aberto listadas na Bovespa, no período de 2000-2004, os autores verificaram que a probabilidade de pagamento de dividendos ou juros sobre o capital próprio aumenta com as expectativas de lucratividade futura, com os recursos disponíveis em caixa e com o menor endividamento e está negativamente correlacionada às oportunidades de crescimento futuras.

As conclusões dos autores estão de acordo com a teoria do *pecking order* proposta por Myers (1984). No entanto, os pesquisadores não obtiveram resultados significativos quando regrediram os proventos com os níveis de governança corporativa da Bovespa como variáveis *proxies* da assimetria de informações, nem com a utilização da presença de investidores institucionais como acionistas da empresa. A explicação dada pelos autores foi a de que a governança corporativa era um mecanismo relativamente novo.

A relação entre a decisão de dividendos e as teorias do *pecking order* e do *tradeoff* também foi objeto de um estudo recente realizado por David, Nakamura e Bastos (2008) que replicaram uma pesquisa com o mesmo objetivo desenvolvido nos EUA por Fama e French (2002) e compararam os seus resultados com o trabalho de Brito e Silva (2003). Para isso, os autores utilizaram demonstrativos contábeis consolidados, corrigidos pela inflação, de 143 empresas brasileiras não financeiras listadas na Bovespa no período de 2000 a 2006. Conforme preconizado pela teoria do *pecking order*, a primeira fonte de recursos para os investimentos empresariais deve ser a retenção de lucro, o que naturalmente reduz o *payout* de dividendos.

No entanto, David, Nakamura e Bastos (2008) observaram no seu estudo empírico, que os dividendos não sofrem variações no curto prazo para suprir os investimentos, contrariando a teoria do *pecking order*. Com relação à alavancagem, o estudo mostrou que as maiores empresas e as mais lucrativas eram também as menos endividadas e que o *payout* de distribuição de dividendos esteve negativamente correlacionado com as oportunidades de investimento. Por fim, os resultados mostraram que o percentual médio de distribuição de lucros das companhias brasileiras (20%) comparadas com o *payout* médio das empresas americanas (41%), apesar de crescente, ainda é relativamente baixo, principalmente se levado em consideração aspectos particulares da legislação brasileira que favorece o pagamento de dividendos.

Muitos estudos realizados no Brasil se atentaram aos fatores determinantes das políticas de dividendos, em um sentido mais amplo. Um dos primeiros desses estudos foi desenvolvido por Heineberg e Procianoy (2003). Os aspectos teóricos estudados pelos autores foram divididos em lucros ou prejuízos, tributação sobre os dividendos, inflação, endividamento da empresa e oportunidades de investimento/crescimento, tamanho da empresa e setor de atividade. Utilizando dados em painel para uma amostra de 196 empresas no período de 1994 a 2000, totalizando 951 balanços patrimoniais, os autores observaram que o valor do lucro ou prejuízo líquido e o total dos proventos pagos em dinheiro no ano anterior foram as variáveis com maior poder de explicação ($R^2 = 75\%$) na determinação dos dividendos e JSCP pagos em dinheiro no ano.

Posteriormente, Ferreira Júnior, Nakamura e Martin (2007) desenvolveram um trabalho com o objetivo de analisar os fatores determinantes das políticas de dividendos no Brasil. Para isso, os autores construíram um modelo de regressão que possuía como variável dependente o *payout ratio*, razão entre os dividendos distribuídos e o lucro líquido. Alternativamente, os autores também testaram um modelo de regressão tendo como variável dependente o *dividend yield*, razão entre os dividendos por ação e o valor da ação. Como variáveis explicativas, o modelo de regressão possuía quatro variáveis: (i) estabilidade dos dividendos, medido pela comparação do dividendo atual com o do ano anterior; (ii) instabilidade das receitas, medido pelo desvio-padrão do *log* natural do Lucros antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA; (iii) oportunidades de crescimento, medida pela relação do valor de mercado da ação pelo

valor patrimonial da ação, *market-to-book-ratio* e (iv) tamanho, medido pelo valor de mercado do patrimônio líquido.

Foram usadas ainda duas variáveis de controle: (i) índice de liquidez corrente, já que é esperado que empresas mais líquidas teriam maior capacidade de pagar dividendos e (ii) alavancagem, uma vez que as companhias menos endividadas tenderão a pagar menos dividendos. Além de testar essas variáveis em um modelo de regressão linear múltipla, os autores utilizaram também um modelo de painel de dados, com o objetivo de obter um melhor ajuste.

A amostra deste estudo foi extraída das companhias listadas na Bovespa compreendendo no período de 1997 a 2004, sendo que, para participar da amostra, a empresa deveria ter distribuído dividendos ou Juros sobre Capital Próprio em pelo menos quatro dos oito anos analisados e que apresentaram demonstrações contábeis no mínimo em quatro anos. Como a maioria dos trabalhos sobre dividendos realizados no Brasil, aqui também foram excluídas da amostra as instituições financeiras. A amostra final foi constituída de 108 empresas, perfazendo um total de 864 eventos de distribuição de proventos.

Uma constatação interessante obtida pelos autores foi a de que o percentual de dividendos distribuídos no período se encontra próximo do nível mínimo estipulado pela legislação brasileira de 25% dos lucros. Isso mostra que a maioria das empresas decidem sua política de distribuição de lucros com base na lei. Outra verificação empírica foi a de que algumas variáveis mostraram sinais contrários ao esperado com base na literatura pesquisada. Para a variável liquidez corrente esperava-se uma relação positiva, ou seja, empresas mais líquidas pagariam maiores dividendos.

No entanto, a relação verificada por Ferreira Júnior, Nakamura e Martin (2007) foi o contrário (negativa). O mesmo ocorreu com relação ao tamanho da empresa, onde também era esperada uma relação positiva, firmas maiores teriam maior facilidade de acesso aos mercados financeiros e menores custos de financiamento e de emissão e por isto teriam menos obstáculos para o pagamento de dividendos, e o que se constatou foi o contrário (relação negativa). Mas, as oportunidades de crescimento da firma, além de ter apresentado significância estatística, o sinal da relação encontrada nos modelos

confirmou o sinal esperado com base nas teorias, ou seja, negativo. Companhias com boas oportunidades de crescimento foram as que pagaram menos dividendos.

Quanto à verificação dos fatores determinantes tomando-se como variável dependente o *payout ratio*, somente a modelagem utilizando como *proxy* para o tamanho o valor das vendas líquidas apresentou uma relação estatisticamente relevante. De forma geral, os autores disseram que houve baixo ajuste dos dados ao modelo e que não foi possível uma resposta conclusiva. Quanto à verificação se o *dividend yield* possui melhor representatividade frente às variáveis escolhidas, o modelo não mostrou um resultado conclusivo, ou seja, as variáveis escolhidas não explicam o comportamento do pagamento dos dividendos expresso pelo *dividend yield*, e considerado o exposto não é possível dizer se ele é melhor ou pior que o *payout ratio*.

Como resposta final, o modelo de dividendos a ser proposto nesta pesquisa trará a recomendação da melhor forma de devolução dos recursos aos acionistas, baseado nos estudos recentes sobre esse assunto. Nesse sentido, Mota e Eid Júnior (2007) fizeram um estudo com o objetivo de avaliar as motivações que levam as empresas brasileiras a escolher um dentre três instrumentos de distribuição de lucros: dividendos, Juros sobre Capital Próprio e recompra de ações. A metodologia utilizada foi o estudo de regressão, com uma amostra composta de 715 observações para a regressão dos dividendos, 497 para a regressão dos JSCP e 625 para a regressão das recompras de ações, no período de 2000 a 2005.

Os autores verificaram que os fatores determinantes na escolha dos dividendos e de JSCP foram a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento. Já as recompras de ações foram utilizadas como complemento aos dividendos, para as empresas com ações de baixa liquidez e que não tinham certeza de que a distribuição seria sustentável no longo prazo, já que a recompra de ações não comprometeria a flexibilidade financeira futura da companhia. Essas conclusões serão consideradas no modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros, que será apresentado no capítulo 6 deste trabalho.

2.3 Resumo das principais observações dos estudos sobre os dividendos

Como pôde ser observado neste capítulo, desde os artigos seminais desenvolvidos sobre os dividendos até aqueles apresentados mais recentemente, diversos são os fatores envolvidos nas decisões sobre a destinação dos lucros empresariais. Foi visto que, além de aspectos financeiros, alguns fatores comportamentais afetam a política de dividendos das empresas. A relutância que os gestores possuem em aumentar o volume de dividendos dado o receio de terem que cortá-los no futuro e a relação dos dividendos com o ciclo de vida das empresas foram alguns dos fatores observados já no estudo seminal de Lintner (1956).

Os pressupostos de perfeição de mercado, condição chave para a irrelevância da política de dividendos na maximização da riqueza dos acionistas, defendidas por Modigliani e Miller (1961), foram prontamente contestados por diversos autores. O pressuposto de racionalidade dos investidores foi combatida por Gordon (1963), que mostrou que os acionistas nem sempre agem de maneira racional e, devido às incertezas econômicas futuras, preferem dividendos certos no presente à valorização da ação incerta no futuro.

A inexistência de impostos, outra condição de perfeição de mercado presente no mundo hipotético de Modigliani e Miller (1961) foi contestada por Elton e Gruber (1970). Os autores mostraram que os acionistas de empresas situadas em países que tributam mais pesadamente os dividendos do que os ganhos de capital obtidos na venda de ações, como observado nos EUA no período de 1966 a 1969, por exemplo, tendem a preferir o reinvestimento dos lucros ao invés do recebimento de dividendos.

Outro aspecto subjetivo envolvido com a decisão de dividendos diz respeito ao conteúdo informacional que o anúncio de alterações nos índices de *payout* enviam ao mercado de capitais. Diversos pesquisadores se debruçaram sobre esse tema nos últimos anos entre eles Pettit (1972), Watts (1973), Bhattacharya (1979), Aharony e Swary (1980), Miller e Rock (1985), John e Williams (1985), Woolridge e Ghosh (1985), Healy e Palepu (1988), Lang e Litzenberger (1989), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992), Benartzi, Michaely e Thaler (1997) e Nissim e Ziv (2001). A maioria desses

estudos mostrou que o anúncio de aumento no pagamento de dividendos envia um sinal de solidez dos lucros da empresa e de boas oportunidades de crescimento futuro.

No Brasil, de uma forma geral, as pesquisas desenvolvidas sobre os dividendos tiveram como objetivo testar as constatações empíricas verificadas no mercado americano. O efeito clientela apontado por Elton e Gruber (1970) foi rejeitado inicialmente no mercado brasileiro por Brito e Rietti (1981), sendo posteriormente rejeitados também por Procianoy e Verdi (2002), Carvalho (1998), Santos et al. (2004) e Firmino, Santos e Matsumoto (2004).

Estudos desenvolvidos com o objetivo de verificar o poder de sinalização dos dividendos no Brasil, muitos deles utilizando-se de métodos similares aos dos autores americanos, foram realizados por Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), Figueiredo (2002), Martinez (2005), Nossa e Nossa (2007), Fiorati, Garcia e Tambosi Filho (2007), Decourt, Procianoy e Pietro Neto (2007). No entanto, a investigação das relações entre alterações nos dividendos/JSCP e mudanças de lucros futuros em empresas brasileiras no Brasil não foram unânimes. Não há consenso também sobre a capacidade de os dividendos influenciarem o valor de mercado das ações das companhias brasileiras. A relação entre dividendos e preços das ações foi objeto de estudo de Sanvicente e Minardi (2006), Correia e Amaral (2002), Freire e Lima (2003) e Novis Neto e Saito (2002).

As particularidades da legislação societária e fiscal brasileira no tocante aos dividendos foram pesquisadas por Poli (1993), Procianoy e Poli (1993), Procianoy (1996), Procianoy e Poli (2004). Os resultados desses estudos apontaram que, de um modo geral, os gestores das companhias brasileiras não utilizaram totalmente as vantagens fiscais que poderiam ser obtidas no caso da plena utilização da distribuição de dividendos. Mais recentemente, a introdução da figura dos JSCP no Brasil pela Lei 9.249/95 despertou interesse de muitos pesquisadores, entre eles Zani e Ness Júnior (2000), Paiva e Lima (2001), Silva et al. (2006), Santos e Salotti (2008), Piloto, Senra e Moreno (2008).

O papel dos dividendos na redução do conflito entre o agente (administrador) e o principal (acionista) foi estudado por diversos pesquisadores brasileiros, entre eles

Bellato, Silveira e Savoia (2006), Gonzaga, Costa e Lopes (2008), Mota e Eid Junior (2007) e Almeida e Santos (2008). Os resultados sugerem que as políticas de devolução de fundos aos acionistas têm sido utilizadas como redutor do conflito entre o agente e o principal nas companhias abertas brasileiras.

A distorção que a desconsideração da inflação causa no cálculo do lucro e, conseqüentemente no cálculo dos dividendos, foi estudada por Szuster (1985), Jaloretto (1992), Santos (1994), Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994), Uba (1985), Santos (1997), Lima et al. (2004) e Ambrozini (2006). Além de apontar os efeitos nocivos que a não consideração da inflação causa nas demonstrações contábeis, alguns desses autores propuseram modelos de correção monetária para se obter um lucro passível de distribuição sob a forma de dividendos.

A relação entre os dividendos e as teorias do *tradeoff* estático e do *pecking order* proposta por Myers (1984) foi objeto de estudo no Brasil por Silva e Brito (2003), Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) e David, Nakamura e Bastos (2008). Porém, os resultados nem sempre apontaram para uma mesma direção, a exemplo do que ocorre nos EUA. Por fim, foram apresentados os resultados de estudos mais amplos sobre os fatores determinantes das políticas de dividendos desenvolvidos no Brasil por Heineberg e Procianoy (2003) e Ferreira Júnior, Nakamura e Martin (2007).

Assim, encerra-se a apresentação dos principais trabalhos desenvolvidos sobre os dividendos no Brasil, assim como as pesquisas que iniciaram as diversas linhas de pesquisa sobre a distribuição de fundos aos acionistas. A revisão da literatura deste trabalho teve dois objetivos principais. Primeiro foi oferecer a compreensão de uma questão vital para a sobrevivência das empresas, que é a decisão sobre os dividendos e como se desenvolveram os estudos nessa área de pesquisa. Segundo, foi importante porque forneceu as bases para a construção do questionário que visou identificar se os gestores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto seguem, na prática, aquilo que é preconizado pela teoria de dividendos. No entanto, antes de se apresentar o instrumento de coleta de dados, o próximo capítulo apresenta e discute as particularidades brasileiras acerca dos dividendos.

3. PARTICULARIDADES BRASILEIRAS ACERCA DOS DIVIDENDOS

Atualmente, as empresas brasileiras são regulamentadas juridicamente pela Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades Anônimas (ou Lei das S.A.), assim como suas alterações posteriores, sendo as principais o Decreto-Lei 2.287 de 1986, a Lei 7.730 de 1989, a Lei 8.021 de 1990, a Lei 9.457 de 1997, a Lei 10.194 de 2001, a Lei 10.303 de 2001 e, mais recentemente, as Leis 11.638 de 2007 e 11.941 de 2009. Toda a legislação posterior à Lei 6.404/76 alterou alguns de seus dispositivos, mas, apenas a Lei 10.303/2001 alterou aspectos relacionados aos dividendos.

Anteriormente à Lei 6.404/76, as empresas brasileiras de capital aberto eram regulamentadas pela Lei 2.627, promulgada no dia 26 de setembro de 1940. Essa lei não impunha nenhuma obrigatoriedade de pagamento de dividendos para as companhias nacionais. Dessa forma, as empresas tinham total autonomia para tomarem decisões relativas à destinação dos seus lucros. Tinham também liberdade para colocar ou não cláusulas a respeito das políticas de dividendos no seu estatuto. No entanto, como um dos objetivos da Lei 6.404/76 era estimular o mercado de capitais, criando um ambiente legal em que os direitos e deveres da empresa para com os seus acionistas eram bem definidos, a Lei das S.A. impôs algumas normas com objetivo de proteção aos acionistas minoritários. Dentre esses mecanismos de proteção aos direitos dos minoritários, a nova legislação trouxe algumas obrigatoriedades com relação ao pagamento de dividendos.

Assim, o objetivo deste capítulo é apresentar e discutir os principais aspectos da legislação societária no tocante aos dividendos, com o intuito de evidenciar as particularidades legais nas quais as companhias brasileiras estão submetidas, que serão discutidas e, posteriormente, servirão como base para que o modelo de decisão de destinação dos lucros a ser apresentado no capítulo subsequente não fira nenhum aspecto jurídico previsto na Lei das S.A.

3.1 O dividendo mínimo obrigatório

Uma das mais importantes particularidades da legislação brasileira com relação à distribuição de lucros é a questão do dividendo mínimo obrigatório. O artigo 202 da Lei 6.404/76, com algumas alterações dadas pela Lei 10.303/2001, diz que: “Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto (...)”. Como pode ser observado nesse trecho da Lei das S.A., o estatuto social da empresa é soberano à Lei no que diz respeito à distribuição de lucros aos acionistas, desde que, contenha uma cláusula que regule os dividendos. Dessa forma, uma primeira observação importante a se fazer é que a obrigatoriedade imposta pela Lei é a de que o estatuto social contenha uma cláusula em que fique definida a política de dividendos que será adotada pela empresa.

Continuando com a leitura do artigo 202 da Lei 6.404/76, o trecho suprimido no parágrafo anterior diz o seguinte: “(...) ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: metade do lucro líquido do exercício (...)”. Portanto, somente em caso de omissão do estatuto social da companhia com relação à política de dividendos, vale a regra do dividendo mínimo obrigatório de metade do lucro líquido. No trecho suprimido na citação anterior, a legislação discorre sobre os ajustes que podem ser realizados no lucro líquido para que se determine a base de cálculo dos dividendos, que são os seguintes:

- a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e
- b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
- II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197);
- III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

Como apresentado anteriormente no trecho do artigo 202, a Lei 6.404/76 permite que as empresas façam alguns ajustes no lucro líquido contábil com o objetivo de reduzir o valor da base de cálculo dos dividendos. O primeiro ajuste, a Reserva Legal, tem limites mínimos (5% do lucro mensal) e máximos (20% do Capital) estipulados pela própria lei. A constituição da Reserva Legal é obrigatória por Lei.

A segunda reserva que poderá reduzir a base de cálculo dos dividendos, desde que proposta pelos órgãos da administração e aprovados em assembleia geral, é a chamada reserva para contingências, que tem como objetivo reservar uma parte do lucro para oferecer cobertura a eventuais prejuízos futuros. Nessa reserva não há limites máximo e mínimo, mas o seu valor deve ser revertido para a conta reserva de lucros quando a perda potencial não ocorrer.

A terceira conta de ajuste prevista na Lei 6.404/76 é a formação da conta denominada Reserva de Lucros a Realizar. Esta conta tem como objetivo permitir à empresa postergar o pagamento de dividendos relativos a lucros contabilizados pelo regime de competência que ainda não se realizaram financeiramente. A constituição dessa reserva se torna muito importante no atual contexto em que se insere a Contabilidade brasileira, que segue as normas internacionais de contabilidade IFRS (*International Financial Reporting Standards*) promulgadas pelo IASB (*International Accounting Standards Board*).

De acordo com as normas internacionais, diversos ativos da empresa são registrados pelo seu valor justo em contrapartida a contas de resultado do exercício. Esses ajustes aumentam o lucro contábil embora sua realização financeira ainda não tenha ocorrido. A conta de Reserva de Lucros a Realizar deve então ser usada, entre outros casos, para ajustes esses desses ganhos não realizados.

Portanto, a legislação reconhece a necessidade de deixar a cargo dos gestores da empresa a decisão de postergar o momento do pagamento dos dividendos somente para quando as vendas se realizarem financeiramente. Esse mecanismo ganha maior importância para as empresas que tem grande parte das suas receitas de vendas ou de prestação de serviços recebidas a prazo. A Reserva de Lucros a Realizar deverá ser revertida futuramente para a base de cálculo dos dividendos. Portanto, a empresa pode se utilizar desse mecanismo previsto em lei para postergar o pagamento dos dividendos, mas não para evitar a distribuição dessa parte do lucro quando ele se realizar financeiramente.

Nota-se que a legislação brasileira impõe de um lado a obrigatoriedade de um dividendo mínimo em caso de omissão no estatuto com vistas a proteger o acionista

minoritário das arbitrariedades dos órgãos da administração ou dos acionistas majoritários e, de outro, permite que a empresa faça uma série de ajustes no lucro contábil para se chegar na base de cálculo dos dividendos ou até mesmo postergue a distribuição de lucros em caso de dificuldades financeiras da empresa, com o intuito de preservar a capacidade operacional da organização. Porém, a legislação não define claramente o que seria uma dificuldade na situação financeira da empresa, deixando a cargo dos órgãos da administração das companhias a decisão de não proceder ao pagamento dos dividendos.

Portanto, para se determinar a base de cálculo dos dividendos, a companhia pode realizar os ajustes citados anteriormente da metade dos lucros do exercício. Porém, é preciso destacar que alguns desses ajustes possuem uma limitação legal. De acordo com o art. 199 da Lei 6.404/76, com redação alterada pela Lei 11.638/2007, o saldo das reservas de lucros, exceto o saldo da reserva para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingindo esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos.

Outro aspecto importante a ser analisado neste momento está no artigo 201 da Lei 6.404/76, que apresenta o seguinte texto: “A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5.º do art. 17.” Como pode ser observado, a legislação brasileira determina que os dividendos sejam calculados com base no lucro líquido apurado pela contabilidade.

Aqui, cabe um breve comentário. É sabido que o lucro contábil não tem nada a ver com a efetiva geração de caixa. O lucro contábil é apurado pela diferença entre as receitas e as despesas incorridas por uma empresa em um determinado período. Essas receitas e despesas, no entanto, são reconhecidas pela contabilidade no momento em que elas ocorrem (regime de competência) e não quando elas são recebidas ou pagas (regime caixa). Entretanto, o lucro contábil não é usado apenas como um parâmetro de sucesso de um empreendimento. Ele é a base para o pagamento de dividendos. E os dividendos representam uma saída de caixa para a empresa. Portanto, a base para o cálculo do desembolso de caixa ocasionado pelo pagamento de dividendos aos

acionistas, é um lucro contábil que não tem nenhuma ligação com a geração efetiva de caixa.

Outro ponto a ser destacado é que este trecho da Lei diz que a empresa poderá distribuir dividendos mesmo que não tenha obtido lucro. O artigo 201 da Lei 6.404/76 diz que os dividendos poderão ser pagos aos acionistas ordinários e preferenciais com base nas reservas de lucros e, para os acionistas preferenciais, podem ser distribuídos dividendos com base nas reservas legais. Em um tópico a seguir neste capítulo, serão apresentados e discutidos os direitos dos acionistas preferenciais em relação aos ordinários. Mas, há que ressaltar aqui, que a legislação assume uma clara posição de defesa dos interesses dos acionistas, principalmente os dos minoritários, ao permitir que uma empresa distribua lucro mesmo sem tê-lo obtido.

É importante ressaltar que essa interferência legal imposta sobre a política de dividendos observada no Brasil ocorre também nos Estados Unidos. Mas, a distribuição de dividendos tem determinação legal americana que, em alguns aspectos parece ter objetivos contrários do que se observa no Brasil. Conforme relatado por (BREALEY, MYERS e ALLEN, 2008, p. 364), a legislação de alguns estados americanos procura proteger os credores da empresa contra os pagamentos excessivos de dividendos, impedindo que as empresas distribuam um dividendo que exceda o capital social da companhia, normalmente definido com base no valor nominal de todas as ações em circulação.

Ainda nesse caso de uma empresa que não obteve lucro em um determinado exercício social, o parágrafo 1º do artigo 202 prevê que o dividendo pode ser estabelecido como porcentagem do capital social da empresa ou fixado em outra base de acordo com o estatuto. Isso, desde que regulado com precisão e minúcia e que não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas.

Ao analisar conjuntamente os artigos 201 e 202 da Lei das S.A., nota-se que a legislação brasileira, além de atrelar o pagamento dos dividendos ao lucro apurado pela contabilidade, impõe a obrigatoriedade de um percentual mínimo, no caso de omissão do estatuto social. Aqui reside um ponto polêmico da Lei 6.404/76, previsto inclusive

em um documento denominado Exposição Justificativa das Principais Inovações do Projeto da Lei 6.404/76, enviada ao Congresso Nacional, uma vez que a legislação anterior a ela, o Decreto-Lei 2.627 de 26 de setembro de 1940, não previa o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório.

Ao impor um percentual mínimo de *payout* para as companhias, a legislação brasileira visava evitar a prática abusiva de retenção de lucros em excesso por parte de algumas empresas de capital aberto que possuíam estatutos omissos com relação à destinação dos lucros. Isso também propiciaria a garantia de um fluxo de caixa mínimo aos acionistas, de forma a incentivar a poupança nacional por meio do investimento nas empresas via mercado de capitais, que até 1976 era incipiente e inexpressivo.

No entanto, mais duas observações se fazem necessárias. Primeiro, a legislação brasileira impõe um dividendo obrigatório somente se o estatuto da empresa não possuir nenhuma cláusula que determine, de maneira clara, o percentual que a empresa deseja distribuir aos seus acionistas. Ou seja, o estatuto da empresa é soberano à Lei. Somente em caso de omissão do estatuto da empresa, há a necessidade do pagamento de um dividendo mínimo obrigatório. Segundo, para se obter a base de cálculo dos dividendos, a empresa pode realizar alguns ajustes no lucro líquido. Esses ajustes, como visto, podem reduzir significativamente a parcela dos lucros a ser destinada aos acionistas.

Dessa forma, nota-se claramente que a legislação brasileira busca uma condição de equilíbrio entre os interesses dos acionistas e os interesses da empresa. No entanto, a seguinte pergunta poderia ser colocada: os interesses dos administradores da empresa não deveriam estar alinhados aos interesses dos acionistas? De acordo com a chamada teoria do agenciamento, discutida com mais ênfase na literatura financeira após o trabalho de Jensen e Meckling (1976), não. Portanto, a legislação brasileira ao interferir na política de dividendos da empresa, parece buscar uma situação de equilíbrio entre os interesses dos acionistas e os interesses da empresa.

Assim, é interessante observar que a Lei das S.A. ora assume claramente uma posição de maior defesa dos interesses dos acionistas, ao propor a obrigatoriedade de um dividendo mínimo em caso de estatuto omissivo, e ora assume uma posição mais

favorável aos interesses da empresa. O artigo 196 da referida Lei trata da retenção de lucros pelas empresas, e possui a seguinte redação:

A assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado.

§ 1º O orçamento, submetido pelos órgãos da administração com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento.

Observa-se por meio deste trecho legal que é dada a empresa a possibilidade de reter uma parte do lucro desde que sua destinação esteja prevista no orçamento de capital e, além disso, esse orçamento de capital tem que estar previamente aprovado pela assembleia de acionistas, com todas as devidas justificativas da retenção. Aqui, acredita-se caber um comentário. Neste ponto, a legislação se posiciona claramente em defesa dos direitos dos acionistas, uma vez que toda e qualquer parcela do lucro que a empresa quiser reinvestir nas suas operações tem que ser devidamente submetido aos procedimentos descritos anteriormente e não podem prejudicar o pagamento do dividendo mínimo obrigatório. No entanto, no artigo 197, a Lei traz o seguinte texto:

No exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do art. 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de reserva de lucros a realizar. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001).

Ora, então se abre aqui uma oportunidade para que a empresa retenha uma parcela do lucro além daquela prevista no orçamento. Em exercícios sociais em que o lucro – apurado pelo regime de competência – não tenha sido recebido financeiramente, os órgãos da administração poderão propor a retenção de mais uma parte do lucro. Essa reserva de lucros a realizar pode inclusive reduzir o pagamento dos dividendos obrigatórios em alguns casos específicos.

Por fim, no tocante a esse aspecto, a Lei 6.404/76 possui uma brecha que permite aos gestores da empresa simplesmente não pagar dividendos. De acordo com o parágrafo 4º do art. 202, o dividendo mínimo não será obrigatório no exercício social em que os administradores da empresa informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. Para isso, a empresa precisa ter o

parecer do conselho fiscal e expor suas justificativas para essa decisão junto à Comissão de Valores Mobiliários. Ou seja, nesse caso, os acionistas minoritários e os preferencialistas nada poderão fazer para evitar a retenção de todo o lucro na empresa.

O mais interessante é que esse lucro retido por falta de condições financeiras pode nunca mais ser pago, já que o parágrafo 5º do artigo 202 prevê que os lucros que deixarem de ser distribuídos por não haver compatibilidade da situação financeira nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e poderão não ser pagos se forem absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes.

Ainda com relação aos aspectos legais do dividendo mínimo obrigatório no Brasil, a Lei 6.404/76, no segundo parágrafo do artigo 201 estabelece o seguinte:

§ 2.º Quando o estatuto for omissivo e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo.

Como visto anteriormente, quando o estatuto de uma companhia for omissivo em relação aos dividendos, o percentual mínimo a ser pago é de metade do lucro líquido após alguns ajustes. No entanto, de acordo com o parágrafo 2º do artigo 202, a Lei das S.A. afirma que se a assembleia geral deliberar decidir alterar o estatuto social para introduzir norma a respeito da distribuição de lucros, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido. Esse ponto da legislação é determinante para se entender o atual contexto das políticas de dividendos no Brasil, e, por isso, será tratado em um tópico específico a seguir.

3.2 A questão dos 25% de dividendos

Como a legislação societária anterior à Lei 6.404/76 não previa a obrigatoriedade de um dividendo mínimo, muitas companhias abertas não possuíam nos seus estatutos sociais uma cláusula específica com relação à destinação dos lucros. Com o advento da Lei 6.404/76 e a obrigatoriedade da distribuição de metade do lucro líquido no caso de empresas com estatuto omissivo, as companhias com estatutos omissivos ficariam então sujeitas à obrigatoriedade de distribuição de, pelo menos, 25% dos lucros sob a forma de dividendos.

Vale lembrar que o parágrafo 4º do art. 296 diz que as companhias existentes em 1976, cujo estatuto fosse omissivo quanto à fixação do dividendo poderiam, dentro do prazo de um ano, proceder adaptações no seu estatuto para adequá-lo aos preceitos da nova Lei, devendo para esse fim ser convocada assembleia geral dos acionistas. Dentro desses ajustes, as empresas poderiam fixar o dividendo em porcentagem inferior à prevista no § 2º do artigo 202, mas os acionistas dissidentes dessa deliberação teriam o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações.

No entanto, é interessante notar que muitas companhias que abriram o capital após a promulgação da Lei das S.A. de 1976, já traziam em seu estatuto social uma cláusula específica sobre a distribuição de lucros. E, seguindo as políticas de dividendos das demais empresas com ações negociadas na bolsa de valores e, principalmente, tendo como parâmetro as políticas de dividendos dos seus concorrentes já estabelecidos e conhecidos no mercado de capitais, as novatas se propunham a pagar os mesmos 25% do lucro.

Atualmente, esse *payout* “padrão” da política de dividendos do mercado brasileiro é tão recorrente que há até uma confusão entre algumas pessoas que afirmam que há uma regra na legislação brasileira que obriga as companhias a pagarem 25% do lucro líquido sob a forma de dividendos. Há dois equívocos nessa afirmação. Primeiro, a legislação brasileira só impõe um dividendo obrigatório em caso de omissão no estatuto social. Portanto, o estatuto social da companhia é soberano à Lei. Segundo, em caso de omissão, o percentual de distribuição mínimo é de 50% do lucro. A regra dos 25% vale somente para companhias com estatuto anteriormente omissivo e que decidiram alterar o estatuto para inserir uma cláusula relativa aos dividendos. Isso precisa ficar bem claro.

Ainda no artigo 17 da Lei 6.404/76, o seu parágrafo I, também alterado pela Lei 10.303/01, diz que as ações preferenciais somente serão admitidas à negociação em Bolsa se possuírem pelo menos uma das seguintes vantagens:

- a) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício;

- b) direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior do que o atribuído a cada ação ordinária;
- c) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Nesse ponto, fica claro porque muitas empresas brasileiras de capital aberto optam por estabelecer nos seus estatutos sociais o pagamento de um dividendo de, pelo menos, 25% do lucro líquido apurado em cada exercício social. Apesar de a legislação brasileira prever a obrigatoriedade de um dividendo mínimo apenas em caso de estatutos omissos em relação à política de dividendos, o artigo 17 da Lei das S.A. citado anteriormente atrela a permissão para negociação de ações preferenciais o estabelecimento de um *payout* de 25% ou um dos outros dois deveres subsequentes.

Um outro aspecto que também pode explicar a preferência das empresas brasileiras por um dividendo de 25% do lucro está no art. 152, § 1º e 2º da Lei 6.404/76. Neste trecho, a legislação estabelece que, se o estatuto da companhia fixar o dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido, a empresa pode atribuir aos administradores participação nos lucros da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 10% dos lucros. No entanto, os administradores somente terão direito à participação nos lucros se os dividendos relativos àquele exercício social tiverem sido pagos aos acionistas.

É interessante observar neste ponto que o legislador brasileiro parece ter levado o conflito de interesses entre os administradores e os acionistas em consideração mais uma vez e usou a política de dividendos como uma forma de regular esse conflito. Ao condicionar a participação nos lucros dos gestores a um percentual mínimo de distribuição de lucros, a Lei das S.A. parece querer proteger os direitos dos acionistas de receberem uma parcela dos lucros da companhia antes da premiação aos administradores. Naturalmente, é de se esperar que os gestores das companhias abertas atuem no sentido de defender seus bônus anuais, estabelecendo no estatuto social um dividendo de, pelo menos, um quarto do lucro.

Por fim, mais um fator que explica a adoção por grande parte das empresas brasileiras de um percentual mínimo de 25% de destinação de lucros aos acionistas é

lembrado por Procianoy (1996, p. 9). Segundo o autor, o antigo BNDE (hoje BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) exigia, como uma das condições para participar como acionista das companhias que solicitavam o seu apoio como ajuda financeira, que a empresa distribuisse no mínimo 25% dos lucros sob a forma de dividendos. Como o BNDES é um banco público de fomento ao crédito de longo prazo e que, tradicionalmente empresta recursos com taxas de juros significativamente menores que os cobrados pelos demais bancos comerciais, as empresas com intenção de tomar recursos com o BNDES deveria prever no seu estatuto um *payout* de 25%.

3.3 As ações preferenciais e o conflito entre preferencialistas e ordinários

Uma outra importante particularidade da legislação brasileira é a permissão para que as companhias constituídas como sociedades anônimas emitam um tipo especial de ações, que não dão direito a voto nas assembleias, mas que, em contrapartida, possuem algumas vantagens em relação às ações ordinárias. São as chamadas ações preferenciais. O artigo 17 da Lei 6.404/76, com redação alterada pela Lei 10.303/2001 diz que as preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir em (i) prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; (ii) prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou (iii) na acumulação das duas preferências ou vantagens anteriores.

Conforme observado no texto da lei, uma das vantagens previstas a essa classe alternativa de ações é a prioridade no recebimento dos dividendos. Isso porque, dado que os acionistas detentores de ações preferenciais – também chamados de preferencialistas – não possuem poder de decisão na assembleia geral ordinária, que decide sobre a destinação dos lucros, a Lei atua no sentido de oferecer proteção ao acionista detentor de ações preferenciais. É importante observar neste ponto que os dividendos são usados como instrumento de redução de conflitos que eventualmente poderiam surgir entre os acionistas ordinários e os preferenciais, devido a um maior poder de decisão daqueles em detrimento destes.

No entanto, há que se questionar se é realmente esse o papel que os dividendos deveriam assumir em uma organização. Como apresentado no referencial teórico, a decisão dos dividendos deveria ser uma decisão gerencial, tomada do ponto de vista financeiro de maximização da riqueza dos acionistas. Mas, na realidade brasileira, a legislação permite a existência de dois tipos de ações e utiliza os dividendos como uma forma de conferir preferências aos acionistas com menor poder de decisão na companhia.

Uma vantagem adicional das ações preferenciais é reforçada pelo parágrafo 6º da Lei 6.404/76. Esse trecho da Lei diz que o estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital. Portanto, nesse caso específico, a distribuição de dividendos pode ser realizada mesmo sem haver reservas de lucros suficiente para isso, podendo a empresa utilizar a reserva de capital.

Aqui, observa-se mais uma vantagem conferida às ações preferenciais que interfere na decisão de destinação dos lucros das empresas. É importante destacar que, de acordo com a Lei, a distribuição de dividendos acumulados referentes a exercícios anteriores e que ainda não foram pagos, poderão ser feitos mesmo quando o lucro de um período posterior for insuficiente, utilizando o saldo da reserva de capital. Do ponto de vista contábil, o fato de uma empresa apresentar saldo positivo em uma conta de reserva de capital, que é uma reserva patrimonial, não necessariamente implica que haja caixa suficiente para pagar dividendos de períodos anteriores. Esses recursos poderão estar empregados em capital de giro ou capital fixo, ou seja, sendo utilizado nas operações da empresa. Caso a empresa tenha que devolver fundos aos acionistas preferenciais em um exercício social em que, inclusive não houve formação de lucro suficiente, isso poderá ter como consequência uma descapitalização da empresa. Por isso, entende-se que se a legislação estivesse preocupada a saúde financeira da companhia, essa ação deveria, na verdade, ser coibida.

Já o primeiro parágrafo do artigo 111 da Lei 6.404/76 diz que as ações preferenciais adquirirão direito a voto se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos previsto no estatuto em mais de três exercícios sociais consecutivos.

Esse direito a voto nas assembleias gerais equipara os direitos dos preferencialistas aos mesmos poderes dos acionistas ordinários. De acordo com a legislação, esse direito deverá ser mantido até o momento do pagamento dos dividendos, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos todos os dividendos cumulativos atrasados.

Neste ponto, mais uma vez cabe uma crítica à interferência da Lei sobre a decisão de dividendos. O trecho da lei citado anteriormente limita o poder de decisão dos gestores da empresa de agir do ponto de vista da maximização da riqueza dos acionistas e continuidade do empreendimento. Isso porque, mesmo que uma empresa tenha excelentes oportunidades de investimentos para os lucros gerados internamente, aplicando-os no seu negócio, ela necessariamente deverá devolver recursos aos acionistas preferenciais sob pena de que estes venham a adquirir direito de voto nas assembleias.

Ainda com relação ao conflito de interesses existentes entre os acionistas ordinários e preferenciais, o art. 161 da Lei 6.404/76, no seu parágrafo 4º, prevê que os preferencialistas terão o direito de eleger um membro na constituição do conselho fiscal e os acionistas minoritários, desde que representem um conjunto de pelo menos 10% das ações, também terão direito de eleger um conselheiro fiscal. Observa que a legislação se preocupou em garantir representatividade dos interesses dos minoritários e dos preferencialistas no Conselho Fiscal.

O Conselho Fiscal é responsável, entre outras atribuições, por opinar sobre o relatório anual da administração, fazendo constar do seu parecer as informações complementares que julgar necessárias ou úteis à deliberação da assembleia-geral e também opinar sobre as propostas dos órgãos da administração, a serem submetidas à assembleia-geral, relativas aos planos de investimento ou orçamentos de capital e distribuição de dividendos. Além disso, os poderes legais concedidos aos membros do conselho fiscal não poderão ser outorgados a outro órgão da empresa. Assim, entende-se que a legislação acertou nesse ponto, porque, ao permitir que os acionistas preferenciais indiquem um membro para o conselho fiscal, ela deixa de interferir diretamente na política de dividendos, estabelecendo índices mínimos de *payout* ou penalizando as empresas que não distribuem dividendos.

No entanto, essa mesma Lei, no parágrafo 5º do art. 161, garante aos majoritários o direito de indicarem o mesmo número de membros para o conselho fiscal indicados pelos minoritários e preferencialistas, mais um. Ou seja, os majoritários sempre terão maioria no Conselho Fiscal. Isso limita o poder de decisão indireta dos acionistas minoritários e, por isso, em outros pontos da Lei das S.A., ela acaba tendo que conferir direitos mais palpáveis aos preferencialistas e acaba usando os dividendos para isso.

3.4. O processo de distribuição de dividendos

Com relação aos procedimentos relativos à decisão tanto do valor quanto da forma de distribuição dos dividendos, a Lei 6.404/76 estabelece, no seu artigo 132, que todas as deliberações sobre a destinação do lucro líquido do exercício serão realizadas em uma Assembleia Geral Ordinária (AGO) que deverá ser realizada anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social. Para instalação da assembleia na primeira convocação, necessário se faz a presença de acionistas que representem pelo menos um quarto do capital social com direito a voto (art. 125). Se não for atingido esse nível de presença, uma segunda convocação poderá iniciar a assembleia com qualquer número de acionistas presentes.

Ainda de acordo com a Lei das S.A., as deliberações da AGO, entre elas a decisão sobre os dividendos, deverão ser tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco (art. 129). Dos trabalhos e deliberações da assembleia será lavrada, em livro próprio, ata assinada pelos membros da mesa e pelos acionistas presentes (art. 130). Se a destinação dos lucros proposta pelos órgãos de administração não lograr aprovação, as modificações introduzidas constarão da ata da assembleia (art. 134, parágrafo 4º).

Neste ponto, é preciso destacar um aspecto importante do processo formal de distribuição dos dividendos. Como pode ser observado no parágrafo anterior, quem propõe os valores, forma e periodicidade de distribuição dos lucros são os órgãos da administração da empresa, cabendo aos acionistas ordinários proporem alterações, se considerarem necessário. Portanto, a decisão de dividendos é tomada em uma única

sessão da Assembleia Geral Ordinária, sessão esta em que também são votados diversos outros assuntos relativos à companhia. A questão que aqui se coloca para ser refletida é se realmente a decisão de dividendos é tomada analisando-se todos os fatores que ela afeta, tanto do ponto de vista do acionista, quanto da organização. Isso porque, o tempo de duração da AGO é de algumas horas e, nesse tempo, existem diversos outros assuntos a serem apresentados, discutidos e votados.

Ainda com relação aos aspectos legais do processo de decisão dos dividendos, se a empresa tiver interesse em reduzir o dividendo obrigatório, modificando o seu estatuto social, ela deverá convocar uma Assembleia Geral Extraordinária (AGE). A AGE que tiver por objeto a reforma do estatuto somente se instalará em primeira convocação com a presença de acionistas que representem dois terços, no mínimo, do capital com direito a voto, mas poderá instalar-se em segunda convocação, com qualquer número de acionistas ordinários (art. 135). No entanto, para ser aprovada uma mudança no dividendo mínimo obrigatório, necessária se faz a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão (art. 136). Cabe ressaltar, no entanto, que a alteração do dividendo mínimo obrigatório dá direito de retirada ao acionista contrário a essa decisão, mediante o reembolso do valor de suas ações (art. 137).

Com relação à periodicidade do pagamento dos dividendos, a Lei 6.404/76 no parágrafo primeiro do artigo 204 permite que as empresas distribuam seus lucros em intervalos de tempo a escolher, desde que previsto no seu estatuto e desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital. O artigo 205 prevê que os dividendos serão devidos aos acionistas possuidores da ação da empresa no dia em que os dividendos forem declarados. Os dividendos deverão ser pagos em até 60 dias da data da sua declaração.

Para finalizar esse assunto, com relação às modificações recentes na Lei das S.A. no tocante aos dividendos, a Lei 9.457 de 5 de maio de 1997, no seu artigo 136, estabelece que, a partir da sua promulgação, para realizar alterações no estatuto social da companhia com o intuito de aumentar o percentual mínimo de pagamentos de dividendos, não se torna mais necessária a aprovação da maioria dos acionistas com

direito a voto na assembleia geral. Essa obrigatoriedade vale tão somente para reduzir o pagamento dos dividendos.

Cabe aqui um comentário sobre esse aspecto. Um aumento no percentual mínimo de pagamento de dividendos pode ser tão ou mais prejudicial à continuidade de um empreendimento do que a sua redução. Isso porque, ao aumentar o *payout* mínimo em um determinado exercício social, em que os lucros podem estar em níveis acima do normal ou a empresa não tem bons projetos de investimento com o caixa gerado internamente, pode até ser justificado. No entanto, se a empresa tiver que reduzir posteriormente o percentual de distribuição de lucros, poderá encontrar resistência por parte dos acionistas, acostumados agora com um *payout* maior. Por isso, um corte futuro nos dividendos pode, entre outros fatores negativos, (i) ser difícil de ser aprovado; (ii) se aprovado, poderá afugentar os acionistas com preferência a altos dividendos e (iii) trazer queda no valor de mercado das ações, como mostram os estudos científicos levantados na revisão da literatura.

Portanto, para finalizar as reflexões sobre os aspectos legais sobre do processo de decisão dos dividendos, acredita-se que a Lei das S.A. falha no sentido de tornar obrigatório um *quorum* mínimo de acionista em assembleias que modificam o estatuto social para reduzir o percentual de pagamento de dividendos, mas não o faz em reuniões em que o *payout* de distribuição de lucros é aumentado, haja visto que esta decisão pode ser tão ou mais comprometedora que aquela, em se tratando da saúde financeira e continuidade futura da empresa.

3.5 Juros Sobre Capital Próprio

Os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) foram instituídos no Brasil pela Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995 e entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 1996. Essa mesma Lei revogou a correção monetária das demonstrações financeiras, que havia sido instituída pelas Leis nº 7.799, de 10 de julho de 1989 e Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

Para entender os motivos que levaram à criação dos JSCP, primeiramente é preciso contextualizar o momento econômico brasileiro vivido à época. Com a criação do Plano Real, em 1994, e com o seu grande êxito no controle das altíssimas taxas de inflação que o Brasil convivia há décadas, o governo do então presidente Fernando Henrique Cardoso estava disposto a eliminar todos os mecanismos que indexavam os preços da economia. Isso fez com que fossem extintos todos os dispositivos legais que remetesse à correção monetária, entre eles, a correção monetária das demonstrações contábeis, também conhecida como Correção Monetária de Balanço (CMB).

Como uma forma de tentar compensar a extinção da CMB, foi então criada a figura dos Juros Sobre Capital Próprio pelo o artigo 9º da Lei 9.249/95. O pagamento de JSCP tem como objetivo permitir que as empresas deduzam do lucro tributável, os juros pagos aos acionistas a título de remuneração do capital próprio, limitado a algumas condições que serão expostas na sequência deste tópico. Posteriormente, a Secretaria da Receita Federal, corroborou essa decisão legal e a incorporou no Regulamento do Imposto de Renda (RIR), previsto no Decreto Lei nº 3.000, de 26 de março de 1999.

No entanto, uma primeira observação a ser feita com relação aos JSCP é que a palavra juros é inapropriada, pois remete à ideia de uma contraprestação fixa que se dá a um empréstimo ou financiamento bancário. Obviamente, a natureza do capital próprio é totalmente diferente da natureza do capital de terceiros e, por isso, entende-se que a remuneração do capital próprio não poderia receber o mesmo nome dado à remuneração do capital de terceiros.

No tocante à contabilização, todo o valor dos JSCP pago pela empresa deve ser lançado como uma despesa financeira na demonstração de resultado do exercício (DRE), em contrapartida à saída de recursos do caixa ou no lançamento de um passivo circulante, a título de JSCP a pagar. No entanto, de acordo com a Deliberação 207/96 da Comissão de Valores Mobiliários, a empresa que proceder ao pagamento dos JSCP deverá proceder à reversão desses valores na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) antes do saldo da conta lucro líquido do exercício.

Assim, observa-se que termo “juros”, usado no texto da Lei 9.249/95, foi provavelmente utilizado justamente porque, como visto anteriormente, os JSCP são

lançados na demonstração do resultado do exercício no mesmo grupo de contas das despesas financeiras relativas aos empréstimos e financiamentos junto a terceiros. Assim, os JSCP usufrui do mesmo benefício tributário dos juros bancários, já que reduz a base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

Porém, a legislação impõe condições e limites para o uso dos JSCP. De acordo com o parágrafo 1º do artigo 9º da Lei 9.249/95, com nova redação dada posterior pela Lei 9.430/96, o efetivo pagamento dos JSCP fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. Portanto, os JSCP não podem ultrapassar metade do lucro do período ou metade dos lucros acumulados ou reserva de lucros. Como a conta lucros acumulados foi extinta pela Lei 11.638/2007, atualmente os JSCP não podem ser superiores a 50% do lucro antes do imposto de renda e contribuição social e nem maior que 50% das reservas de lucros.

Há ainda um limitador para o pagamento dos JSCP. De acordo com a Lei 9.249/95, os JSCP são calculados mediante a multiplicação do valor do patrimônio líquido da empresa verificado no ano imediatamente anterior ao do pagamento dos JSCP e são limitados à variação, *pro rata* dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP). A TJLP é calculada pelo Banco Central, com base em normas do Conselho Monetário Nacional e foi instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31 de outubro de 1994, que foi, posteriormente, convertida na Lei 10.183, de 12 de fevereiro de 2001. Desse fato surge mais uma crítica ao uso do termo juros, já que, na essência, os juros (de capital de terceiros) devem ser pagos independentemente de haver geração de lucro no período ou não.

Um aspecto importante a ser destacado com relação aos JSCP, que está previsto no parágrafo 7º do artigo 9º da Lei 9.249/95, é que ele poderá ser imputado ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404/76. Portanto, os JSCP representam uma espécie de substituto aos dividendos.

Assim, devido à possibilidade que a empresa tem de deduzir todo o valor dos JSCP da base de cálculo do lucro real, que é a base para incidência do Imposto de

Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), os JSCP pode ser utilizado como um instrumento de planejamento tributário. Isso porque, para cada R\$ 1,00 que a empresa paga ao acionista como JSCP, ela deixa de recolher, atualmente, 15% de Imposto de Renda da Pessoa Jurídica, mais um adicional de 10% sobre a parcela que excede R\$ 20.000 no mês, e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Como, na prática, todas as companhias abertas excedem a um lucro mensal de R\$ 20.000, o benefício fiscal com o uso de JSCP pode atingir 34%. Portanto, para cada R\$ 1,00 pago sob a forma de JSCP, a empresa deixa de recolher R\$ 0,34 em impostos federais.

No entanto, o acionista que recebe JSCP sobre uma tributação de 15% de imposto de renda, conforme previsto no parágrafo 2 do artigo 9º da Lei 9.249/95. Esse imposto de renda deve ser retido na fonte, ou seja, na empresa que pagou os JSCP. Dessa forma, a empresa que paga os JSCP é responsável por fazer a retenção dos 15% e repassar aos cofres públicos.

Uma observação importante se faz necessária nesse momento e que será fundamental para o entendimento do modelo de distribuição de dividendos a ser proposto neste trabalho. O uso dos JSCP é vantajoso tanto do ponto de vista da empresa quanto do ponto de vista da maximização da riqueza do acionista. Isso porque, a distribuição de lucros via dividendos não representa nenhuma vantagem tributária para empresa, uma vez que os dividendos são pagos após apurado o lucro contábil e recolhido todos os impostos incidentes sobre o lucro. Para o acionista que recebe os dividendos, eles são isentos, uma vez que já foram tributados em até 34% na empresa.

Os JSCP, por sua vez, são tributados na pessoa física no montante de 15% a título de imposto de renda. Como na empresa, os JSCP são lançados como despesa e reduzem o lucro que seria tributado em 34% (25% de IRPJ mais 9% de CSLL), há, portanto, um diferencial de impostos no total 19% (34% – 15%) a favor do acionista. Por esse motivo, grande parte das companhias brasileiras de capital aberto paga JSCP no seu limite e, só depois, distribui dividendos.

É importante destacar que todo o foco dessa análise está concentrado no acionista pessoa física, já que essa lógica não vale caso que receba os JSCP seja uma

pessoa jurídica. Isso porque, o Decreto nº 5.164, de 30 de julho de 2004 equiparou os JSCP como receita financeira para as pessoas jurídicas que o receberem, que passam a compor a base de cálculo das contribuições para o Programa de Integração Social (PIS) e para a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS). Portanto, como observado por Neves e Viceconti (2003, p. 415) se a empresa pagadora de lucros e a empresa recebedora de lucros estiverem sujeitas ao mesmo tratamento tributário, será indiferente do ponto de vista tributário, se essa distribuição de lucros se der por JSCP ou dividendos.

Vale lembrar que, na época da promulgação da Lei 9.249/95, a isenção tributária na pessoa jurídica pagadora dos JSCP restringia-se somente ao imposto de renda, uma vez que o parágrafo 10 da referida Lei dizia que o valor dos lucros distribuídos sob a forma dos JSCP deveria ser adicionado ao lucro líquido para determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido. No entanto, esse parágrafo foi revogado pela Lei 9.430/96, podendo os JSCP ser dedutível também da CSLL, que atualmente possui uma alíquota de 9%. Por fim, o artigo 10 da Lei que instituiu os JSCP prevê que os dividendos pagos pelas empresas a partir de janeiro de 1996 ficam isentos de imposto de renda.

Devido a esses fatores apresentados até aqui, há uma discussão acadêmica sobre a validade dos JSCP. Existe uma corrente de defensores dos JSCP, assim como uma corrente de opositores, como mostra o trabalho de Silva et al. (2006). No entanto, não é objetivo deste trabalho adentrar nessa discussão. O fato mais importante dos JSCP com relação ao modelo aqui proposto é que ele representa uma forma alternativa de a empresa distribuir lucros aos acionistas e, principalmente, que possui uma vantagem tributária em relação aos dividendos, uma vez que os JSCP são considerados uma despesa dedutível do IRPJ e da CSLL.

Portanto, por representar uma vantagem fiscal, a opção por pagar JSCP ao invés de dividendos deve ser utilizada pela empresa até o seu limite. Essa lógica, inclusive foi um dos motivos expostos no projeto de Lei que resultou na legislação que criou os JSCP. De acordo com o item 11 do projeto de Lei da Lei 9.249/95, a permissão da dedução de juros pagos ao acionista, até o limite permitido, deverá provocar um incremento da capitalização das empresas, sem aumento do endividamento.

3.6. Considerações finais a respeito das particularidades legais brasileiras sobre os dividendos

Como visto e discutido ao longo deste capítulo, a Lei das S.A. interfere em inúmeros aspectos na decisão de destinação dos lucros das empresas brasileiras. Dentre eles, pode-se destacar a obrigatoriedade do pagamento de um dividendo mínimo no caso de companhias com estatuto omissivo a esse respeito, assim como um *payout* mínimo em caso de alterações no estatuto social; a existência de uma classe de ações com preferências sobre as ações com direito a voto – sendo que os dividendos estão entre essas preferências; autorização para que a empresa pague participação nos lucros aos administradores apenas em caso de estatuto com distribuição de 25% de dividendos; atribuição de direito a voto às ações preferenciais se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos previsto no estatuto em mais de três exercícios sociais consecutivos e a existência de uma figura legal que substituiu parte dos dividendos, chamada de Juros sobre Capital Próprio.

Além da apresentação e discussão dessas e de outras particularidades da legislação brasileira, este capítulo destacou alguns aspectos previstos na Lei das S.A. que pode levar a uma descapitalização da empresa e, conseqüentemente, ao comprometimento da sua saúde financeira, como a possibilidade de distribuição de dividendos em exercícios sociais nos quais a empresa não teve lucro.

De forma geral, observou-se que legislação nacional é usada como uma forma de conferir direitos aos acionistas minoritários, fornecendo a estes uma espécie de proteção contra as arbitrariedades dos acionistas majoritários e dos órgãos da administração da empresa. No entanto, sob o ponto de vista da geração de valor econômico pela empresa e da continuidade do empreendimento entende-se que, em um ambiente em que os interesses dos administradores da empresa devem estar alinhados aos interesses dos acionistas, a definição da política de dividendos deveria ser uma decisão unicamente gerencial, a cargo da administração da empresa, sem ingerência legal. Em alguns aspectos, a Lei delega ao estatuto essa decisão, mas, em outros pontos, a empresa deve seguir os preceitos da legislação, conforme visto em detalhes neste capítulo.

Assim, o modelo de decisão de dividendos a ser apresentado no capítulo 6, será baseado no princípio do objetivo financeiro da maximização da riqueza dos acionistas. Para isso, partirá dos fatores gerenciais que devem ser levados em consideração na definição da política de dividendos das empresas, mas que não deixará de contemplar as particularidades da legislação brasileiras apresentadas e discutidas aqui, não descumprindo assim, as exigências legais, para que ele tenha aplicabilidade prática para os gestores das empresas no Brasil.

4. METODOLOGIA DE PESQUISA

Neste capítulo, são apresentadas primeiramente a classificação metodológica deste trabalho e, em seguida, os procedimentos utilizados para a sua elaboração. O termo metodologia pode ser definido, de acordo com Richardson (1999, p. 22), como a descrição dos procedimentos e regras utilizadas por determinado método. Em sentido genérico, método em pesquisa científica significa a escolha de procedimentos sistemáticos para a descrição e explicação de fenômenos que se pretende estudar. Cervo e Bervian (2002, p. 25), por sua vez, definem o método como a ordem que deve se impor aos diferentes processos necessários para atingir um certo fim ou resultado desejado. Particularmente no caso das ciências, o método é o conjunto de processos empregados na investigação da pesquisa.

Na construção do conhecimento científico, que é o tipo de conhecimento que se busca com a realização deste trabalho, a descrição do método é essencial para a explicação do processo de investigação a ser seguido. A cientificidade de uma pesquisa é garantida, conforme proposto por Eco (2007, p. 20), quando (i) o estudo debruça-se sobre um objeto reconhecível e definido de tal maneira que seja reconhecível igualmente pelos outros; (ii) diz do objeto algo que ainda não foi dito ou revê-lo sob uma óptica diferente; (iii) seja útil aos demais pesquisadores e (iv) forneça elementos para a verificação e a contestação das hipóteses apresentadas.

Com relação ao campo de estudo deste trabalho, ele pode ser classificado dentro do escopo das ciências sociais aplicadas. Martins e Theóphilo (2007, p. 1), utilizando de uma definição de Bunge (1983) o classificam os campos de estudo em dois grandes grupos. O primeiro grupo abrange as ciências formais, que são aquelas que estudam objetos abstratos, por meio de argumentos e teoremas. Classificam-se aqui a lógica e a matemática. O segundo grande grupo compreende as chamadas ciências factuais, também denominadas ciências experimentais ou empíricas. As ciências factuais são aquelas que estudam objetos concretos e dependem de testes experimentais de suas hipóteses. As ciências factuais, por sua vez, são subdivididas em ciências naturais e ciências sociais (ou humanas). Os estudos em administração de empresas, economia, contabilidade classificam-se então dentro do escopo das ciências sociais, sendo comumente denominadas ciências sociais aplicadas.

Com relação ao processo de raciocínio adotado nesta pesquisa, o método a ser empregado neste trabalho pode ser considerado uma aplicação do método indutivo. Para Kerlinger (1980, p. 129), o método indutivo é aquele que se vale da observação como um processo para se chegar ao conhecimento. A indução consiste em enumerar os enunciados sobre o fenômeno que se quer pesquisar e, por meio da observação, procurar apresentar algo novo que está presente na ocorrência do fenômeno. No método indutivo, a cadeia de raciocínio estabelece conexão ascendente, do particular para o geral.

O método indutivo está, por sua vez, inserido dentro do chamado positivismo lógico. De acordo com Richardson (1999, p. 33), o positivismo é um movimento que enfatiza a ciência e o método científico como as únicas fontes de conhecimento, estabelecendo forte distinção entre fatos e valores. O positivismo estabelece as ciências como investigação do real, do certo, do indubitável e do determinado. Dentro do positivismo, além do método indutivo existem outros três métodos com relação ao raciocínio empregado, que são método dedutivo, o hipotético-dedutivo e o dialético.

Como esta pesquisa se propõe a compreender os fatores decisoriais abrangidos na definição da política de dividendos das empresas brasileiras, ela possui as características de uma pesquisa qualitativa. Para Flick (2009, p. 95), a pesquisa qualitativa é aquela que pressupõe uma compreensão diferente da pesquisa em geral. Nela, o pesquisador deve abranger um entendimento específico da relação entre o tema e o método, em que o processo de pesquisa deve ser organizado em uma sequência linear de etapas conceituais.

Já com relação aos procedimentos utilizados na pesquisa, esta pesquisa pode ser classificada como um levantamento. Segundo Gil (2002, p. 50), as pesquisas realizadas por levantamento caracterizam-se pela interrogação direta das pessoas cujo comportamento se deseja conhecer. Basicamente, procede-se à solicitação de informação a uma amostra significativa da população, de forma a se poder analisar, mediante análise quantitativa posterior, o problema proposto.

Nesse sentido, um dos objetivos deste trabalho, conforme apresentado no capítulo 1, é propor um modelo que auxilie os gestores empresariais na definição da destinação dos lucros. Espera-se que esse modelo forneça um parâmetro mais adequado

para a decisão de dividendos das empresas brasileiras, dentro das nossas particularidades, e sob a ótica da maximização da riqueza do acionista.

Em relação ao plano de trabalho, esta pesquisa pode ser classificada como descritiva. Hair Jr. et al. (2005, p. 83) definem a pesquisa descritiva como aquela que descreve alguma situação. Isso é feito geralmente por meio da mensuração de um determinado evento ou atividade. Um dos objetivos deste trabalho é descrever os fatores levados em consideração pelas empresas na definição da sua política de distribuição de dividendos. Para isso, esta pesquisa se utilizará de um questionário estruturado como técnica de coleta de dados.

Além de ser classificado como uma pesquisa descritiva, o fato de o questionário que será utilizado nesta pesquisa analisar o panorama da decisão de dividendos em um dado ponto no tempo, a torna um estudo do tipo transversal. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 87) os dados coletados em um único ponto no tempo e sintetizados estatisticamente, permite que essa pesquisa se classifica como um estudo transversal.

Assim, com base nos diversos tipos de classificações metodológicas vistos até aqui, pode-se resumir a classificação deste trabalho da seguinte forma: (i) com relação ao tipo de conhecimento: conhecimento científico; (ii) com relação à classificação epistemológica: positivismo lógico; (iii) com relação ao processo de raciocínio adotado: método indutivo; (iv) com relação ao método empregado: qualitativo; (v) com relação ao plano de pesquisa adotado: descritiva; (vi) com relação aos procedimentos técnicos utilizados na pesquisa: levantamento; (vii) com relação ao campo de estudo das ciências: ciências factuais, na sub-área de ciências sociais; (viii) com relação ao campo de pesquisa, dentre os vários campos das ciências sociais aplicadas, este trabalho tratará de Administração de Organizações; (ix) quanto à delimitação do assunto, esta pesquisa analisará aspectos relativos à área de Finanças Corporativas; (x) com relação ao tema específico de estudo dentro dessa área, serão analisados os componentes das políticas de dividendos das empresas brasileiras. A seguir, serão então apresentados os detalhes dos procedimentos utilizados em cada etapa da elaboração dessa pesquisa.

4.1 Procedimentos utilizados na construção da revisão da literatura

A revisão da literatura sobre os trabalhos que pesquisaram o processo de destinação dos lucros das empresas, apresentada no capítulo 2, serviu tanto para apresentar a teoria sobre dividendos como para fundamentar as questões do instrumento de coleta de dados deste trabalho que será apresentado neste capítulo. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 77), uma teoria é um conjunto de afirmações sistematicamente relacionadas, incluindo algumas generalizações semelhantes a leis, que podem ser testadas empiricamente. Ainda para os autores, uma teoria é importante nos trabalhos acadêmicos porque auxilia a formulação da pesquisa e ainda ajuda no estabelecimento de limites para a situação de estudo.

Além de servir para sistematizar e dar ordem ao conhecimento sobre um determinado fenômeno de estudo, Martins e Theóphilo (2007, p. 28), afirmam que as teorias não só servem para oferecer instrumentos que orientam a observação empírica, como também possibilitam a modelização de um quadro heurístico para a pesquisa. Isso permite ao pesquisador perceber os problemas e suas possíveis explicações. Assim, a teoria sobre os dividendos tem sua apresentação justificada tanto para a construção do instrumento de coleta de dados quanto para fornecer as bases para a proposição de um modelo de decisão sobre a destinação dos lucros.

Com base nisso, a revisão da literatura foi feita inicialmente em bases internacionais, principalmente em artigos sobre dividendos publicados nos Estados Unidos. A pesquisa de artigos americanos tornou-se possível a partir dos terminais de consulta disponíveis na Biblioteca Central da Universidade de São Paulo, *campus* Ribeirão Preto. Lá, foi possível acessar o Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBi. Depois disso, iniciou-se a busca por artigos nacionais desenvolvidos com a temática de dividendos.

Primeiramente, consultou-se a base de monografias de graduação, dissertações de mestrado e teses de doutorado defendidas na Universidade de São Paulo e reunidas na base de dados digital: www.teses.usp.br. Depois, foram consultadas as principais revistas nacionais, tais como Revista de Administração da USP, a RAUSP, a Revista de Contabilidade e Finanças, do Departamento de Contabilidade da Faculdade de

Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA-USP), entre outros. Também foram acessadas as bases Scielo (*Scientific Electronic Library Online*) e Scopus-Elseiver de artigos acadêmicos e os anais dos mais importantes congressos realizados no Brasil na área de negócios, dentre eles, os anais dos Encontros da Associação Nacional de Pós-graduação em Administração (EnAnpad) e do Encontro Brasileiro de Finanças (EBF), realizado anualmente pela Sociedade Brasileira de Finanças.

A leitura dos artigos levantados para a construção da revisão bibliográfica permitiu identificar as grandes vertentes pesquisadas dentro da temática de dividendos nos últimos anos. Elas podem ser assim descritas:

- Teorias de dividendos;
- Política de dividendos;
- Motivos que levam as empresas a pagarem dividendos;
- Aspectos internos relativos à decisão de distribuição de dividendos;
- Relação entre os lucros e os dividendos;
- Modelos de dividendos ótimos;
- Dividendos e Teoria de Agência;
- Sinalização dos dividendos ao mercado de capitais;
- Relação entre dividendos e preços de ações;
- Relação de dividendos com impostos;
- Relação dos dividendos com variáveis macroeconômicas.

A revisão dos estudos desenvolvidos sobre os dividendos, apresentadas no capítulo 2, mostrou que, apesar de esse ser um tema muito explorado pelos pesquisadores, tanto nos Estados Unidos quanto no Brasil, a maioria dos trabalhos se debruçaram sobre aspectos específicos da decisão sobre os dividendos das empresas ou em algumas lacunas da teoria sobre os dividendos.

No entanto, o objetivo deste trabalho é analisar a política de dividendos de uma forma mais ampla para se propor um modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros, que leve em consideração diversos fatores apontados na literatura de finanças como sendo fundamentais nessa decisão e que não são contemplados no Modelo de

Dividendos Residuais (MDR). Isso foi feito com base nas diversas vertentes das pesquisas teóricas e empíricas realizadas sobre os dividendos nos últimos anos, que forneceram as bases para a construção do questionário que será apresentado a seguir. Esse questionário tem como objetivo verificar se, na prática, os gestores das companhias brasileiras de capital aberto levam em consideração os diversos fatores apontados como sendo importantes na decisão de dividendos.

4.2 O Instrumento de Coleta de Dados

Um dos objetivos desta pesquisa é fazer um levantamento dos fatores levados em consideração na decisão de destinação dos lucros das empresas. Para isso, foi construído um questionário e enviado a todas as empresas de capital aberto do país. O apêndice 1 traz o questionário completo. As perguntas que compõem o questionário foram elaboradas com base na revisão da literatura sobre dividendos, apresentada no capítulo 2 e também com base na revisão da legislação brasileira, que apontou as particularidades legais e tributárias às quais as empresas nacionais estão sujeitas, que trazem interferências na decisão da destinação dos seus lucros, conforme apresentadas no capítulo 3.

Dessa forma, o questionário foi constituído de 25 questões fechadas, sendo 20 relativas aos eventuais fatores considerados nas decisões de dividendos e 5 relacionadas a aspectos complementares da política de dividendos, que serão apresentadas nesta seção. A justificativa para o número de perguntas do questionário se dá pelo fato de que a decisão sobre os dividendos deve levar em consideração inúmeros aspectos. Hair Jr. et al. (2005, p. 195) afirmam que um mínimo de três questões já seriam suficientes para atingir uma confiabilidade aceitável para o instrumento de coleta de dados. No entanto, ainda segundo os autores, o questionário pode ser composto de dez ou até mesmo vinte questões desde que as perguntas tenham uma relação muito próxima entre si e serem relacionados a um único construto. As perguntas do questionário desta pesquisa foram construídas com base nessas recomendações.

Primeiramente, foi solicitado que o questionário fosse respondido por uma pessoa que participa ativamente ou que acompanha a decisão de destinação do lucro na

empresa, tal como o diretor financeiro, o presidente do conselho de acionistas ou um dos acionistas majoritários da companhia, por exemplo. Esse pedido foi feito na apresentação do questionário, em uma caixa de texto que serviu para instruir o seu preenchimento, conforme apresentado no Quadro 1.

Quadro 1 – Caixa de texto com as instruções para o preenchimento do questionário

INSTRUÇÕES PARA O PREENCHIMENTO:

Cada uma das 20 perguntas abaixo possui um fator que pode ou não estar sendo levado em consideração no momento em que a empresa decide a destinação do seu lucro. Para respondê-las, basta clicar com o mouse no grau de importância atribuída pela empresa a cada um dos fatores relacionados à decisão de destinação dos lucros.

Conforme apresentado anteriormente, o objeto de estudo desta pesquisa é a política de dividendos das empresas brasileiras. Para que se pudesse mensurar de maneira quantitativa os fatores levados em consideração na decisão dos dividendos, utilizou-se em cada uma das perguntas do questionário as chamadas variáveis indicadoras. Hair Jr. et al. (2005, p. 176) definem variável indicadora como sendo uma variável que representa um único componente de um construto mais amplo. Segundo os autores, quando analisadas em conjunto, essas variáveis indicadoras medem um conceito. A identificação dessas variáveis é importante porque permitem atribuir escores numéricos na mensuração dos conceitos em termos quantitativos.

A definição operacional das variáveis, segundo Richardson (1999, p. 65) é essencial para qualquer estudo científico. As variáveis estão inseridas no objetivo do trabalho ou nas hipóteses de pesquisa. Essas variáveis devem ser isoladas para ser conceptualizadas e operacionalizadas. Por isso, o termo variável comumente é entendido como um conceito que assume valores numéricos. Assim, a definição operacional das variáveis deve conter necessariamente seus indicadores, que são fatores que possibilitam a mensuração do fenômeno objeto de estudo.

Com base nisso, cada uma das perguntas do instrumento de coleta de dados teve como objetivo mensurar o grau de importância atribuído pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto aos fatores considerados como relevantes na definição da política de dividendos levantados na revisão da literatura. Dessa forma, as 20 primeiras

perguntas fechadas do questionário podem ser agrupadas de acordo com os seguintes construtos:

1. Mensuração de fatores legais:

- Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.
- Estatuto social da companhia.

2. Mensuração de fatores gerenciais / internos:

- Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.
- Orçamento para o próximo exercício social.
- Novas oportunidades de investimentos futuros.
- Expectativa de lucros futuros.
- Efeito da inflação na formação do lucro contábil.
- Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.
- Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.
- Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).
- Grau de estabilidade dos lucros da empresa.
- Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).
- Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.

3. Mensuração de fatores relativos à percepção dos acionistas / mercado :

- Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.
- Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.
- Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.

- Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.

4. Mensuração de fatores relativos aos concorrentes / ambiente externo:

- Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.
- Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.
- Grau de consolidação da empresa no seu setor.

As perguntas foram feitas em sequência aleatória para se evitar qualquer tipo de influência da ordem das apresentações das questões nas respostas dos gestores. Cada um dos fatores apresentados anteriormente foi convertido em perguntas do questionário. A lista de opções de respostas foi composta de cinco afirmações que descreveram o grau de importância dado pela empresa a cada um dos fatores da política de dividendos levantados em cada pergunta. As afirmações estão em ordem crescente de grau de importância e vão desde “fator não considerado” até “muito importante”, como apresentado no Quadro 2 e a legenda de cada resposta foi baseada em um exemplo de escala métrica apresentado por Hair Jr. et al. (2005, p. 187).

Quadro 2 – Texto dos rótulos das respostas das perguntas fechadas do questionário

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

De acordo com o Quadro 2, as respostas do questionário desenvolvido para a coleta de dados desta pesquisa foram limitadas a cinco categorias mutuamente excludentes e predeterminadas. Cada uma das respostas para as variáveis da política de dividendos contidas em cada pergunta recebeu um escore, ou seja, uma pontuação. A atribuição de escores para cada uma das variáveis sobre a política de dividendos das empresas teve como objetivo mensurar globalmente o grau de importância atribuído pela empresa a cada um dos fatores considerados fundamentais para a decisão de dividendos levantados na revisão da literatura e na revisão legal. A Tabela 1 relaciona

os escores de cada resposta segundo o grau de importância para cada fator conforme metodologia da escala de Likert.

Tabela 1 – Escores atribuídos para cada variável do questionário

Resposta (variável)	Escore atribuído
Fator não considerado	0
Baixa importância	1
Nem importante e nem sem importância	2
Relativamente importante	3
Muito importante	4

A mensuração da importância atribuída para cada empresa em cada uma das variáveis desse estudo, conforme observado anteriormente será obtida com a atribuição dos escores que vão do intervalo de 0 a 4. Os números atribuídos a cada resposta refletirá os aspectos considerados pela empresa na decisão sobre a destinação dos lucros. Quanto mais alto o escore de cada resposta, significa que aquele fator (variável) é relativamente mais importante na decisão dos dividendos.

Neste trabalho, o número de categorias da escala foi definido de acordo com o proposto por Hair Jr. et al. (2005, p. 194). Para os autores, quanto maior o número de categorias, maior a exatidão da escala de mensuração. No entanto, quanto mais categorias existentes em uma escala, maior a dificuldade de se diferenciar os textos dos rótulos. Isso pode acarretar maior dificuldade de diferenciação por parte dos respondentes. Por isso, acredita-se que as cinco categorias de escala adotadas neste trabalho equilibra o nível de precisão das respostas com a diferenciação dos textos dos rótulos.

A atribuição de escores com pontuação numérica para as respostas do questionário se justifica no sentido de se transformar dados qualitativos em quantitativos. Flick (2009, p. 45), ao discorrer sobre a transformação de dados qualitativos em dados quantitativos, afirma que as observações qualitativas podem ser também analisadas quanto à sua frequência. Essas frequências de cada categoria podem ser especificadas e comparadas, sendo que existem vários métodos estatísticos disponíveis para o cálculo desses dados. O autor afirma que essa tendência pode ser

vista como uma transformação implícita dos dados qualitativos em descobertas quase-quantitativas.

Como pode ser observado, a mensuração dos fatores considerados nas decisões de dividendos desta pesquisa será realizada utilizando-se de escalas. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 180), uma escala é um instrumento de mensuração de um conceito. As escalas podem ser classificadas de diversas formas. Quanto à natureza, a escala utilizada nesta pesquisa pode ser definida como escala contínua. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 180), as escalas contínuas são aquelas que medem, não apenas uma direção (como por exemplo “sim” e “não”), mas mensuram também uma intensidade.

Quanto ao nível de mensuração, a escala usada nesta pesquisa pode ser classificada como intervalar. Hair Jr. et al. (2005, p. 180) definem variáveis intervalares como àquelas que se utilizam de números para classificar eventos, de modo que as distâncias entre os números sejam iguais. As escalas intervalares são usadas em administração para medir conceitos como atitudes, percepções, sentimentos, opiniões e valores através de classificações. As classificações, segundo os autores, envolvem o uso de afirmações em um questionário acompanhadas de categorias pré-codificadas de uma determinada afirmação. Essas categorias, nesta pesquisa, são as possíveis respostas que o respondente do questionário terá à sua disposição e estão codificadas em ordem crescente de intensidade.

Uma terceira classificação relacionada ao nível de mensuração das escalas é aquela que divide as escalas em métricas e não métricas. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 186) as escalas métricas são chamadas de quantitativas e as não-métricas de qualitativas. Nessa classificação, as escalas intervalares são consideradas métricas. Dentro das escalas métricas, há uma sub-divisão que as permitem classificar, de acordo com a forma que é construída, em: (i) escalas de classificação somada, (ii) escalas numéricas, (iii) escalas de diferencial semântico e (iv) escalas de classificação gráfica.

Nesta pesquisa, optou-se por utilizar as escalas de classificação somada. De acordo com Hair Jr. et al. (2005, p. 186), as escalas de classificação somadas, também conhecidas como escalas de Likert, tentam mensurar atitudes ou opiniões usando, tradicionalmente, entre cinco e sete pontos para avaliar a intensidade com que alguém

concorda com um conjunto de afirmações ou de perguntas. Para cada ponto dessa escala, é atribuído um rótulo para expressar a intensidade do respondente.

Nesta pesquisa, optou-se ainda por utilizar uma escala com cinco pontos por três motivos. Primeiramente, a escala com número ímpar permite a utilização de uma posição neutra. Nesse caso, a posição neutra é o rótulo “Nem importante, nem sem importância”, que ocupa a posição central entre as possíveis respostas. Em segundo lugar, o uso de cinco pontos permitirá uma maior facilidade de comparação entre as respostas obtidas das empresas. Por fim, a escala de cinco pontos pareceu adequada para esta pesquisa porque permitiu uma discriminação entre os textos dos rótulos (respostas), deixando claro aos respondentes as diferenças entre cada uma delas. Se fosse utilizado um questionário com sete pontos, poderia obter-se um ganho com a exatidão das respostas. No entanto, perder-se-ia com a falta de clareza nos textos dos rótulos, o que poderia confundir o respondente. Portanto, com base na análise desses fatores, a escala com cinco pontos pareceu fornecer um equilíbrio entre clareza e exatidão.

Além das 20 questões fechadas apresentadas anteriormente, foram acrescentadas algumas perguntas abertas que buscam analisar aspectos complementares da política de dividendos. O Quadro 3 mostra a 21ª pergunta do questionário e foi elaborada com o objetivo de verificar se todos os fatores levados em consideração na decisão sobre a destinação dos lucros por parte dos gestores foram contemplados nas perguntas fechadas do questionário ou não.

Quadro 3 – Texto da pergunta 21 do questionário

Além dos fatores acima relacionados, existe(m) algum(ns) outro(s) fator(es) levado(s) em consideração na decisão de destinação do lucro da empresa?

- ☐ Não, todos os fatores analisados pela empresa estão descritos acima.
- ☐ Sim, existem outros fatores, a saber:

Como pode ser visto no Quadro 3, a 21ª pergunta é dicotômica, ou seja, possui apenas duas respostas possíveis, sendo que a segunda resposta é aberta e visa capturar eventuais fatores levados em consideração na decisão sobre a destinação do lucro da empresa e que não constam, porventura, nas 20 questões fechadas.

Outra pergunta dicotômica foi incluída no questionário para verificar se as empresas consideram os diversos fatores envolvidos na decisão de dividendos de maneira simultânea ou se há um ordenamento dos fatores em ordem de importância, conforme apresentado no Quadro 4.

Quadro 4 – Texto da pergunta 22 do questionário

Com relação aos fatores levados em consideração pela empresa na decisão de destinação dos lucros, responda:

- ☐ Os fatores são considerados simultaneamente na decisão de distribuição de lucros.
- ☐ Há um ordenamento (ranqueamento) dos fatores em ordem de importância, sendo considerados prioritariamente os mais relevantes.

O objetivo da inclusão da 22ª pergunta foi o de verificar se os gestores das empresas brasileiras seguem alguma ordem de priorização no momento de alocar os lucros empresariais. Na sequência, a 23ª pergunta investigou qual a forma mais frequente de distribuição de dividendos tem sido adotada pela empresa, conforme descrito no Quadro 5.

Quadro 5 – Texto da pergunta 23 do questionário

Qual(is) a(s) forma(s) de distribuição de lucros tem sido utilizada pela empresa ultimamente? Havendo mais de uma opção, basta assinalar no quadro.

- ☐ Dividendos.
- ☐ Juros sobre capital próprio.
- ☐ Recompra de ações.
- ☐ Dividendos na forma de bonificações em ações.

A 23ª questão, apresentada no Quadro 5, tem como intuito verificar se há uma forma predominante de se retornar fundos aos acionistas adotados pelas empresas brasileiras. Isso porque, conforme visto na revisão da legislação brasileira, os Juros sobre Capital Próprio oferecem uma vantagem tributária às empresas em relação ao pagamento de dividendos. Essa pergunta irá então levantar quantas companhias têm se utilizado dessa forma de distribuição de lucros.

Além disso, objetivou-se levantar também qual a periodicidade das distribuições de dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio mais utilizadas pelas empresas

brasileiras de capital aberto, como mostra a 24ª pergunta, apresentada no Quadro 6. A motivação para a inclusão da 24ª pergunta foi a de verificar se existe ou não um determinado padrão de periodicidade escolhido pelas companhias brasileiras.

Quadro 6 – Texto da pergunta 24 do questionário

Qual a periodicidade de distribuição de lucros utilizada normalmente pela empresa?			
☐ Mensal.	☐ Semestral.	☐ Anual.	☐ Outra:

Por fim, a 25ª e última pergunta do questionário buscou identificar o cargo ou função do respondente da pesquisa, conforme apresentada no Quadro 7.

Quadro 7 – Texto da pergunta 25 do questionário

Por fim, qual o cargo/função do respondente do questionário? Resposta:

A inclusão da 25ª pergunta do questionário teve como objetivo verificar se o respondente, de acordo com o seu cargo ou função na empresa, teria condições de participar ou acompanhar, de fato, a decisão relativa à destinação dos lucros da empresa. Em outras palavras, o cargo do respondente do questionário pode conferir maior ou menor grau de validade para as respostas. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 202) a validade de um questionário é o ponto até onde um construto mede o que deve medir. Assim, os fatores analisados pelas empresas para se tomar a decisão sobre os dividendos são conhecidos apenas por quem participa de alguma forma dessa decisão.

4.3 Aplicação do questionário

A forma de aplicação do questionário foi auto-administrado. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 160), os questionários auto-administrados são aqueles que são respondidos pelos respondentes sem a presença de um pesquisador. Para isso, supõe-se que o respondente tenha conhecimento e motivação para completá-lo sozinho. Isso motivou o uso de perguntas de fácil entendimento para o respondente e, por isso, optou-se por textos objetivos.

Os questionários foram enviados por e-mail para as empresas brasileiras de capital aberto, que compõem a amostra desta pesquisa. A relação dos e-mails de todas as empresas de capital aberto foi obtida no site da Bolsa de Valores de São Paulo. Os questionários foram enviados primeiramente para os responsáveis pelo relacionamento com os investidores, com a instrução de que ele deveria ter sido preenchido preferencialmente por pessoas que participaram ativamente das decisões relacionadas à destinação dos lucros das empresas.

Para tentar compensar de alguma forma a perda de controle por parte do pesquisador quando se utiliza de um questionário auto-administrado, conforme apresentado anteriormente, foi inserida no instrumento de coleta de dados uma pergunta aberta em que se pede para o responde descrever o seu cargo ou função na empresa.

Antes da aplicação do questionário, aplicou-se um pré-teste para três empresas da amostra, no mês de março de 2011. Martins e Theóphilo (2007, p. 92) afirmam que o pré-teste é um passo importante que antecede a aplicação do questionário, porque a análise dos dados obtidos com a sua utilização evidenciará possíveis falhas, inconsistências, complexidades de questões formuladas, ambiguidades, perguntas embaraçosas, linguagem inacessíveis entre outros problemas. A escolha das três empresas do pré-teste desta pesquisa ocorreu por conveniência. Os resultados obtidos com o pré-teste serviram para melhorias no texto do questionário.

4.4 A natureza dos dados

Os fatores levados em consideração no momento da decisão da destinação do resultado empresarial por parte dos gestores das companhias não aparecem descritos de maneira objetiva em nenhum relatório externo ou nota explicativa. Apesar de o volume de dividendos e a sua forma de distribuição serem objeto de votação na Assembleia Geral Ordinária, todo o processo decisório que levou àquela proposta de destinação dos lucros não é apresentada nas assembleias.

Isso faz com que os inúmeros fatores que realmente são considerados pelos gestores da empresa na decisão relativa aos dividendos sejam inacessíveis a qualquer

analista externo. Esse fato justifica a escolha de um questionário como forma de levantamento de dados neste trabalho. Nesta pesquisa, os fatores a serem considerados pelos gestores na decisão dos dividendos foram apresentados em perguntas fechadas e, no final do questionário, há uma pergunta aberta para que algum fator que eventualmente é considerado pelos gestores e que, porventura, não estão abordados pelo questionário, conforme apresentado no apêndice 1. Dessa forma, os dados obtidos mediante a aplicação do questionário foram dados objetivos.

Para Hair Jr. et al. (2005, p. 98) os dados objetivos são independentes da opinião de qualquer pessoa. Para eles, os dados de uma pesquisa podem ser classificados como primários ou secundários. Os dados primários, segundo os autores, são aqueles que são obtidos com o envolvimento do pesquisador em todos os aspectos da transformação dos dados em conhecimento. Nesse tipo de pesquisa, o pesquisador cria um instrumento de coleta de dados, aplica-o, codifica as respostas, verifica erros e interpreta os resultados. Já os dados secundários são aqueles que podem ser obtidos em fontes externas e geralmente são gratuitos. Assim, os dados utilizados nesta pesquisa podem ser classificados como dados primários.

Os dados podem ainda ser classificados como dados quantitativos ou qualitativos. Para Hair Jr. et al. (2005, p.100), os dados quantitativos são mensurações em que números são usados diretamente para representar as propriedades do objeto de estudo. Já os dados qualitativos representam descrições de fenômenos sem a atribuição direta de números. Como os dados desta pesquisa não são numéricos, pode-se classificá-los como dados qualitativos.

4.5 Procedimentos utilizados na determinação da amostra

O processo de decisão sobre a melhor destinação dos lucros obtidos por uma empresa, a princípio, faz parte da realidade de toda e qualquer forma de organização. Seja ela uma pequena, média ou grande empresa. Seja ela formada por um único dono ou por uma sociedade, esteja ela situada no Brasil ou em qualquer país do mundo. A empresa pode ser de capital fechado ou de capital aberto. A origem do capital pode ser pública ou privada. A organização pode possuir fins lucrativos ou não. Mesmo as

empresas sem fins lucrativos têm que decidir, ao final de um determinado exercício social, o que fará com o excedente de caixa gerado pelas suas operações. Portanto, a princípio, a população alvo desta pesquisa constituía-se em todas as formas de organizações empresariais.

No entanto, o objeto de estudo desta pesquisa é a definição da política de dividendos. Como visto no referencial teórico deste trabalho, o termo dividendos remete ao processo de distribuição de lucros das empresas de capital aberto. Os dividendos são relevantes por serem um dos componentes de retorno ao acionista. A outra parte do retorno está relacionada com o retorno obtido com a valorização da ação em uma eventual venda futura. Esse fato, somado aos fatores tais como o efeito clientela e a teoria do pássaro na mão, vistos na revisão da literatura, tornou a decisão sobre os dividendos objeto de tantos estudos acadêmicos desenvolvidos nos últimos anos. Tudo isso implica, então, na necessidade de a empresa possuir ações negociadas em Bolsa de Valores.

Além disso, como visto na revisão legal, as particularidades da legislação societária e tributária de cada nação, tendem a alterar a preferência por dividendos ou valorização das ações por parte dos acionistas. Com base nesses fatores, a amostra definida para essa pesquisa foi constituída de todas as 516 empresas brasileiras de capital aberto com ações listadas na Bolsa de Valores de São Paulo em março de 2011. O recorte da população inicial da pesquisa para se estudar apenas empresas brasileiras de capital aberto, deve-se às especificidades jurídicas e fiscais às quais estão submetidas companhias nacionais, que diferem dos aspectos legais e tributários de outras nações. Essas especificidades foram apresentadas no capítulo 3.

Dessa forma, o procedimento utilizado para a determinação da amostra dessa pesquisa foi o da amostragem por julgamento. De acordo com Hair Jr. et al. (2005, p. 247) a amostragem por julgamento, também chamada de amostragem intencional, é aquela em que o pesquisador define os elementos da amostra de acordo com a sua finalidade específica. É uma forma de amostragem em que o julgamento do pesquisador é usado para selecionar as empresas da amostra.

A partir da definição da amostra desta pesquisa, foi então acessado o *website* da Bolsa de Valores de São Paulo para a obtenção da relação de todas as empresas brasileiras de capital aberto. Esse levantamento apontou um total de 516 empresas às quais foram enviados o questionário. A relação de todas as empresas da população dessa pesquisa está no apêndice 2.

4.6 Obtenção das respostas dos questionários

Os questionários foram enviados para as 516 empresas da população desta pesquisa pela primeira vez no período compreendido entre os dias 17 e 28 de abril de 2011. A escolha desse período deveu-se por ser um período em que as empresas já haviam publicado as suas demonstrações contábeis encerradas em 31/12/2010, uma vez que o prazo máximo para publicação foi o dia 31/03/2011. Uma vez apuradas as demonstrações contábeis, é esperado que as empresas já tenham decidido sobre a destinação dos lucros obtidos no ano anterior.

Essa expectativa se deve ao fato de que, uma vez divulgadas as demonstrações contábeis, os órgãos da administração das companhias devem então convocar a Assembleia Geral Ordinária para que, entre outras decisões a serem votadas pelos acionistas, sejam apresentadas as suas propostas de destinação dos resultados. Portanto, a partir do mês de abril, e não muito distante dele, entende-se ser um momento propício para se perguntar aos gestores quais os fatores levados em consideração em suas decisões relacionadas aos dividendos, dada a proximidade do momento da tomada dessa decisão.

Após esse primeiro envio do instrumento de coleta de dados às 516 companhias brasileiras de capital aberto, 41 empresas retornaram o e-mail. Obteve-se então uma taxa de retorno de 7,9% (41/516). No entanto, desses 41 retornos, apenas 26 delas responderam efetivamente o questionário (5,0% de êxito ou 26/516), sendo que 15 empresas alegaram algum motivo para não retornar as respostas. Uma das principais justificativas dadas pelos não respondentes foi a falta de tempo para atender os pesquisadores acadêmicos. Como exemplo, podemos citar o caso de uma grande empresa do setor químico, em que a diretora de relações com investidores justificou a

sua não resposta pelo fato de que a companhia recebe cerca de cinco questionários todos os dias. Outra resposta com essa mesma justificativa foi dada por uma distribuidora de gás do Rio de Janeiro, que retornou o e-mail dizendo que a empresa não responde questionários individuais.

Outra alegação comum dada pelas companhias que não responderam ao questionário refere-se àquelas que pediram para que se buscassem informações no site da empresa. Essa resposta foi dada por uma das maiores empresas do setor de seguros do Brasil. No entanto, o tipo de informação necessária para esta pesquisa não está disponível nos sites das companhias, já que são fatores intrínsecos relacionados ao processo de tomada de decisão dos gestores. Outras empresas, tal como uma das maiores companhias brasileiras do setor de carnes e derivados, alegaram que essas informações são sigilosas e, por isso, não responderiam ao questionário.

Uma segunda remessa de questionários foi enviada no dia 11 de maio de 2011. Dessa vez, foram retornados 47 e-mails sendo que apenas 11 empresas alegaram motivos diversos para não responder a pesquisa. Dentre esses motivos, além daquelas justificativas comuns já apresentadas anteriormente, duas delas disseram que não estavam exercendo atividades operacionais no momento e uma delas, do setor de metalurgia, alegou que estava tendo prejuízos há mais de cinco anos consecutivos e, por isso, não estava tendo que se deparar com a decisão de destinação de lucros. Já uma empresa do setor de energia elétrica alegou que, como sua atividade é fortemente regulamentada, não poderia responder o questionário porque estava em um período de trabalho intensivo com a preparação de relatórios específicos para os órgãos reguladores.

Como o número de questionários respondidos ainda era baixo, decidiu-se enviá-los novamente às empresas que ainda não o haviam retornado. Isso foi feito no dia 16 de maio de 2011. Esse terceiro envio foi aquele em que se obteve o maior êxito. Nessa remessa, 49 empresas retornaram o e-mail, sendo que 39 delas responderam devidamente o questionário, obtendo-se então o maior percentual de respondentes de todas as tentativas, que foi de 9,2% (39/426). Dentre as 10 companhias que justificaram o motivo de sua não resposta, novamente a maioria alegou que não respondem pesquisas devido ao grande número de solicitações diárias. Uma delas, no entanto, do

setor de sementes e bioenergia, não respondeu por estar em um período de recuperação judicial.

Com o êxito obtido nesse terceiro envio de questionários, no dia 22 de junho de 2011 foram novamente enviados e-mails solicitando auxílio a essa pesquisa para as empresas que ainda não haviam retornado os pedidos anteriores. No entanto, nessa quarta tentativa, apenas 12 empresas retornaram, sendo que 5 delas apresentaram justificativas para não responder a pesquisa. Como essa quarta tentativa apresentou um baixo número de retornos (3,2% ou 12/377) e de respostas (1,3% ou 5/377), decidiu-se encerrar os envios dos questionários. Dessa forma, a Tabela 2 apresenta um resumo dos envios dos questionários com o índice de sucesso de cada tentativa.

Tabela 2 – Resumo dos retornos dos questionários

Tentativa	Data do envio	Quantidade de empresas enviadas	Nº empresas que retornaram o e-mail	Nº de empresas que responderam o questionário	Nº empresas que justificaram a não resposta	Percentual de êxito
1ª	17/04/11	516	41	26	15	5,0
2ª	11/05/11	475	47	36	11	7,6
3ª	16/05/11	426	49	39	10	9,2
4ª	22/06/11	377	12	5	7	1,3
Total	-	516	149	106	31	20,5

4.7 Preparação dos dados para análise

De posse dos 106 questionários respondidos, realizou-se a preparação dos dados obtidos nas respostas. O primeiro passo na preparação dos dados para a análise foi a revisão dos dados. O objetivo dessa revisão foi verificar se havia alguma resposta faltante, ou seja, se alguma resposta estava em branco. Depois de uma minuciosa inspeção em todos os questionários respondidos, observou-se que 15 empresas retornaram o questionário respondido com algum tipo de inconsistência. Desses 15 questionários com inconsistências nas respostas, 10 referiram-se a questionários com uma ou mais perguntas em que foram assinaladas mais de uma opção de resposta, 4 questionários apresentaram uma ou mais respostas em branco e 1 questionário foi preenchido pela metade.

Para tentar solucionar essas inconsistências, entrou-se em contato novamente com as empresas por meio de uma nova mensagem eletrônica solicitando a correção das suas respostas. Todas as 15 empresas contatadas retornaram o e-mail, sendo que 13 delas corrigiram e reenviaram o questionário, um banco de médio porte retornou o questionário com o mesmo erro anteriormente apurado e uma empresa do setor educacional, disse que a pessoa que havia respondido o questionário não estava mais trabalhando na empresa e que outra pessoa não poderia responder o questionário naquele momento. Sendo assim, optou-se por remover essas duas empresas da amostra, ficando então a amostra final com as respostas de 104 empresas.

4.8 Codificação, entrada dos dados e sua transformação

Após a preparação dos dados para a análise, procedeu-se a codificação dos dados de entrada. A codificação, de acordo com Hair Jr. et al. (2005, p. 260), consiste em atribuir um número para cada uma das respostas de modo que elas possam ingressar no banco de dados. Nesta pesquisa, conforme apresentado no capítulo de metodologia de pesquisa, optou por mensurar o grau de importância atribuído pela empresa a cada um dos fatores considerados fundamentais para a decisão de dividendos utilizando cinco possíveis respostas para cada pergunta. Os escores variavam de 0 para a resposta “fator não considerado” até 4 para a resposta “muito importante” conforme apresentados na Tabela 1.

Como o questionário foi enviado por e-mail para as empresas da amostra, os dados brutos coletados nas respostas tiveram que ser manualmente transpostos para um banco de dados. Para isso, utilizou-se a planilha eletrônica da Microsoft Excel®. Uma vez transpostas as respostas do questionário para a planilha eletrônica, elas foram então transformadas em dados de acordo com as suas escalas de mensuração, de 0 a 4. Esse processo de modificação dos dados originais para um novo formato possibilitou as análises que foram realizadas nas etapas seguintes desta pesquisa.

4.9 Técnicas estatísticas empregadas na análise dos resultados

De acordo com o observado por Hair Jr. et al. (2005, p. 256), os pesquisadores em administração normalmente possuem muitos dados para ajudar os administradores a tomar melhores decisões e uma de suas principais tarefas é converter esses dados em conhecimento. Para isso, os autores sugerem primeiramente o uso da estatística básica, para sintetizar e descrever os números que os conjuntos de dados contêm e depois o uso da análise descritiva, para auxiliar na compreensão das relações existentes entre os dados.

Assim, após tabulados os dados, aplicou-se as técnicas estatísticas de descrição, exploração e comparação dos conjuntos de dados, conhecidas como estatística descritiva. A primeira medida calculada com base nos resultados obtidos por meio do instrumento de coleta de dados foi a distribuição de frequência. De acordo com Triola (2005, p. 28) uma distribuição de frequência lista os valores dos dados individualmente ou por grupos de intervalo, juntamente com suas frequências, ou seja, suas contagens correspondentes. Cada frequência representa o número de vezes que aquela resposta foi escolhida para uma determinada pergunta (variável).

Hair Jr. et al. (2005, p. 263) afirmam que o uso da distribuição de frequência é importante nas pesquisas em administração porque, ao demonstrar o número de respostas associadas com cada valor de uma variável, elas desempenham uma função visual dos dados. Dessa forma, no capítulo 5, serão apresentadas inicialmente para cada variável as distribuições de frequência, frequência acumulada, frequência relativa e frequência relativa acumulada. Após apresentadas as distribuições de frequência, serão construídos os histogramas para cada uma das variáveis do estudo. Para Hair Jr. et al. (2005, p. 264), o histograma é um gráfico de barras verticais construído a partir das informações da distribuição de frequência.

Depois de as distribuições de frequência terem sido graficamente representadas nos histogramas, serão calculadas e analisadas as medidas de tendência central e de dispersão para cada uma das variáveis. Isso porque, de acordo com Hair Jr. et al. (2005, p. 268), as tabelas de distribuição de frequência são fáceis de ler e fornecem uma grande quantidade de informação básica sobre os dados. No entanto, os pesquisadores

geralmente utilizam-se das medidas de tendência central quando precisam sintetizar e condensar as informações para melhor compreendê-las. A média, a mediana e a moda são as medidas de tendência central. Essas medidas foram usadas na apresentação dos resultados realizada no capítulo 5 desta pesquisa, com o intuito de permitir a localização do centro da distribuição das respostas e outras análises importantes.

Para Hair Jr. et al. (2005, 270), a média é uma medida que mostra algum grau de tendência central e pode ser utilizada quando os dados são medidos em escala intervalar ou de razão, tal como o desta pesquisa. No entanto, a média é uma medida de tendência central que pode representar mal as verdadeiras características dos dados, pois ela pode ser afetada pelos valores extremos. Por isso, a mediana e a moda devem também ser consideradas.

Para Hair Jr. et al. (2005, p. 270), a mediana é o valor que está no centro da distribuição, ou seja, é o valor abaixo e acima do qual recai metade dos valores da distribuição da amostra. Por fim, a moda é a medida de tendência central que identifica o valor que ocorre com mais frequência na distribuição da amostra. Ainda de acordo com Hair Jr. et al. (2005, p. 271) as medidas de dispersão são úteis por mostrar se há muita variabilidade nas respostas dos respondentes de uma pesquisa. Para os autores, as medidas típicas de dispersão usadas para descrever a variabilidade em uma distribuição de números incluem o intervalo, a variância e o desvio-padrão.

O intervalo é a mais simples medida de dispersão. Ele define a dispersão dos dados e a distância entre os maiores e os menores valores da distribuição de frequência de uma amostra. A variância é uma medida de dispersão encontrada a partir dos escores de desvios das respostas em relação à média elevado ao quadrado. A variância torna-se maior à medida que as observações tendem a diferir cada vez mais umas das outras e da média. No entanto, a variância tem uma desvantagem. Ela é uma unidade de mensuração levada ao quadrado. Para superar o problema de ter a medida de dispersão em unidades ao quadrado em vez de unidades de mensuração originais, usamos a raiz quadrada da variância, que é chamada de desvio-padrão. O desvio-padrão descreve a dispersão da variabilidade dos valores da distribuição da amostra a partir da média e é talvez o índice mais valioso de dispersão (HAIR JR. et al., 2005, p. 273).

Uma vez apresentadas as medidas estatísticas que serão utilizadas neste trabalho, o próximo capítulo fará a apresentação dos resultados obtidos com a aplicação do questionário assim como analisará os resultados e os confrontará com a literatura dos dividendos. Essas análises serviram para fundamentar o modelo de apoio à tomada de decisão dos dividendos que será apresentado no capítulo 6.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

O objetivo deste capítulo é apresentar e analisar os resultados obtidos por meio da aplicação do instrumento de coleta de dados apresentado no capítulo anterior que levantou os fatores levados em consideração na decisão de dividendos pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto. Além disso, o capítulo reúne e organiza essas informações com o intuito de identificar padrões de comportamento das companhias com relação à definição das suas políticas de dividendos. Esse método serviu de base para a elaboração de um modelo de decisão sobre os dividendos a ser apresentado no próximo capítulo deste trabalho. A relação das variáveis utilizadas no instrumento de coleta de dados apresentado no apêndice 1 está descrita na Tabela 3.

Tabela 3 – Relação das variáveis utilizadas pelo instrumento de coleta de dados

1	Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.
2	Estatuto social da companhia.
3	Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.
4	Orçamento para o próximo exercício social.
5	Novas oportunidades de investimentos futuros.
6	Expectativa de lucros futuros.
7	Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.
8	Efeito da inflação na formação do lucro contábil.
9	Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.
10	Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.
11	Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).
12	Grau de consolidação da empresa no seu setor.
13	Grau de estabilidade dos lucros da empresa.
14	Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).
15	Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.
16	Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.
17	Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.
18	Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.
19	Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.
20	Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.
21	Outro(s) fator(es) levado(s) em consideração na decisão de destinação do lucro da empresa.
22	Ordenamento ou simultaneidade dos fatores considerados na decisão de destinação dos lucros
23	Forma(s) preferencial de distribuição de lucros.
24	Periodicidade de distribuição de lucros utilizada normalmente pela empresa.
25	Cargo/função do respondente do questionário.

A primeira variável do questionário teve como objetivo levantar, junto às empresas da amostra, o grau de importância atribuído à figura do dividendo mínimo obrigatório previsto na legislação societária quando da omissão do estatuto social com relação ao *payout* mínimo de distribuição de lucros. Conforme apresentado no capítulo 3 deste trabalho, intitulado Revisão Legal, a Lei 6.404/76 interfere em inúmeros aspectos na decisão da destinação dos lucros das empresas brasileiras.

Uma das interferências mais incisivas delas refere-se à obrigatoriedade da distribuição aos acionistas de metade do lucro líquido obtido pela companhia, após alguns ajustes. No entanto, essa obrigatoriedade existe somente em caso de omissão do estatuto social da companhia com relação ao percentual dos lucros a serem destinados ao final de cada exercício social. Observa-se então que, o estatuto social é soberano à Lei no tocante à definição do percentual de distribuição de lucros ao final de cada exercício social.

Acredita-se que essa obrigatoriedade legal e, ao mesmo tempo, a liberdade estatutária envolvidas com esse aspecto da decisão de dividendos justifica a primeira pergunta do questionário. A empresa pode simplesmente não levar em consideração a figura do dividendo mínimo obrigatório se o seu estatuto possuir cláusula específica em relação à destinação do lucro. Em contrapartida, esse fator deve ser muito importante na decisão de dividendos de empresas com estatuto omissivo. Situações intermediárias podem estar relacionadas a empresas que possuem estatuto omissivo, mas que se aproveitam dos ajustes permitidos pela Lei das S.A. para reduzir a base de cálculo dos dividendos ou simplesmente não distribuir lucros, como em situações em que os órgãos da administração alegam não haver disponibilidade de caixa para isso. A Tabela 4 apresenta a distribuição de frequência da primeira variável do questionário.

Tabela 4 – Distribuição de frequência da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	2	4	10	34	54
Distrib. Frequência Acumulada	2	6	16	50	104
Frequência Relativa	1,9%	3,8%	9,6%	32,7%	51,9%
Frequência Relativa Acumulada	1,9%	5,8%	15,4%	48,1%	100,0%

Conforme pode ser observado na Tabela 4, das 104 empresas que responderam o questionário, 54 delas afirmaram ser muito importante a figura legal do dividendo mínimo obrigatório na sua decisão sobre a destinação dos lucros. Dos 20 fatores levantados no questionário, apenas em 5 deles a frequência relativa superou os 50%, como no caso dessa primeira variável. Isso mostra que a maioria das empresas brasileiras da amostra dessa pesquisa atribui um alto grau de importância aos aspectos legais da distribuição de dividendos. No entanto, entende-se que a decisão de dividendos é, em última instância, uma decisão gerencial e que a interferência legal nesse tocante pode, em alguns casos, comprometer a situação financeira da empresa.

Outro aspecto a ser destacado quando se observa os dados da tabela 4 é o baixo, porém existente, número de empresas que declararam que a Lei das S.A. é desconsiderada na definição dos dividendos. A análise da frequência relativa acumulada mostra que, para 15,4% das empresas da amostra (ou 16 empresas), a figura do dividendo obrigatório é irrelevante, ou de baixa importância ou mesmo desconsiderado na decisão da destinação dos lucros. Essas empresas provavelmente possuem em seus estatutos cláusulas específicas que definem a sua política de dividendos. Acredita-se que somente nesses casos específicos, a legislação brasileira poderia ser considerada irrelevante. Complementado as análises da distribuição de frequência, o Gráfico 1 apresenta o histograma construído a partir das repostas para o grau de importância atribuído à legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.

Gráfico 1 – Histograma da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório

Conforme visualizado no Gráfico 1, a maioria das empresas atribuíram o mais alto grau de importância – dentre as respostas possíveis do questionário – para os aspectos da legislação brasileira na sua definição da política de dividendos. Se somadas as 34 empresas que atribuíram a resposta relativamente importante mais as 54 empresas que avaliaram como muito importante esse fator da decisão de dividendos, 84,6% da área do histograma do Gráfico 1 (88/104) é representada por empresas que norteiam sua decisão de dividendos pela a Lei 6.404/76.

Já a Tabela 5 mostra as medidas de tendência central e de dispersão da variável 1. Conforme observado nesta tabela, a média situa-se entre as respostas relativamente importante, que possui escore 3 e muito importante, que possui escore 4, com um desvio padrão de menos de 1 ponto de escore o que, comparativamente às demais variáveis, é um dos menores deste estudo. Apesar de possuir intervalo 4, apenas duas empresas afirmaram não levar em consideração o dividendo mínimo obrigatório na sua decisão de dividendos. A moda e a mediana referem-se à resposta de escore 4 (muito importante), mostrando novamente o alto grau de importância desse fator na decisão de dividendos das empresas brasileiras.

Tabela 5 - Medidas de tendência central e dispersão da variável 1: Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório

Soma dos pontos	342,0
Média	3,29
Mediana	4
Moda	4
Intervalo	4
Variância	0,87
Desvio-padrão	0,93

As análises da variável 1 devem ser realizadas concomitantemente com as análises da variável 2. Isso porque, como o pagamento de um dividendo mínimo (variável 1) só é obrigatório em caso de omissão do estatuto (variável 2), espera-se que, para cada empresa individualmente, as respostas da variável 1 estejam de alguma forma relacionadas às respostas da variável 2. Assim, a segunda pergunta do questionário visava levantar o grau de importância atribuído pela empresa ao estatuto social da companhia. Era de se esperar que as empresas que atribuísem maior importância ao dividendo mínimo obrigatório (variável 1) assim o faziam devido à omissão do seu

estatuto social no tocante à definição prévia da política de dividendos (variável 2). A Tabela 6 apresenta a distribuição de frequência da segunda variável do questionário.

Tabela 6 - Distribuição de frequência da variável 2: Estatuto Social da Companhia

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	2	0	3	23	76
Distrib. Frequência Acumulada	2	2	5	28	104
Frequência Relativa	1,9%	0,0%	2,9%	22,1%	73,1%
Frequência Relativa Acumulada	1,9%	1,9%	4,8%	26,9%	100,0%

Como pode ser observado na Tabela 6, o número de empresas que responderam ser muito importante a verificação daquilo que é previsto no estatuto social para a sua definição da política de dividendos (76 respondentes) é ainda maior do que as empresas que atribuíram esse grau máximo de importância aos aspectos legais (54 respondentes, de acordo com a Tabela 4). Esse resultado era esperado, uma vez que o estatuto social é soberano à legislação no tocante à definição dos dividendos. Das 104 empresas da amostra, apenas 5 delas (2,9%) responderam que o estatuto social não é um fator relevante na decisão de destinação dos lucros. Isso pode ser explicado pelo fato de essas empresas possuírem estatutos omissos com relação aos dividendos. O Gráfico 2 oferece uma visualização da distribuição de frequência da variável 2, por meio do histograma.

Gráfico 2 – Histograma da variável 2: Estatuto Social da Companhia

Se somadas as 23 empresas que atribuíram a resposta relativamente importante mais as 76 empresas que avaliaram como muito importante esse fator da decisão de dividendos, 95,2% da área do histograma do Gráfico 2 (99/104) é representada por empresas que baseiam sua decisão de dividendos de acordo com as normas estabelecidas pelo estatuto social da companhia. Dos 20 fatores decisoriais sobre os dividendos levantados nessa pesquisa, esta variável 2 é aquela que possui o maior número de respostas nas categorias relativamente importante e muito importante de todo o estudo. A importância do fator estatuto social na decisão de dividendos é confirmada também pela análise da Tabela 7.

Tabela 7 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 2: Estatuto social da companhia

Soma dos pontos	379
Média	3,64
Mediana	4
Moda	4
Intervalo	4
Variância	0,52
Desvio-padrão	0,72

Como pode ser observado na Tabela 7, a média de 3,64 da variável 2 situa-se mais próxima da categoria muito importante que possui escore 4, com um desvio padrão de apenas 0,72 pontos, mostrando que as respostas estão bem próximas à média. O desvio-padrão dessa variável é o menor entre todas as vinte variáveis deste estudo. A soma dos pontos dos escores da variável 2 atingiu 379, tornando-se a de maior pontuação entre todas as variáveis deste estudo. A mediana e a moda referem-se à resposta de escore 4 (muito importante), mostrando novamente o relativo grau de importância desse fator na decisão de dividendos das empresas brasileiras. Apesar de possuir intervalo 4, apenas duas empresas afirmaram não levar em consideração o estatuto social na definição da destinação dos lucros e nenhuma empresa atribuiu “baixa importância” a esse fator.

As variáveis 1 e 2 dizem respeito a fatores da decisão de dividendos ligados ao índice de *payout ex-ante* à decisão do volume propriamente dito a ser distribuído como dividendos. Tanto os aspectos legais quanto os aspectos estatutários são fatores analisados previamente, que não se relacionam com a situação financeira da empresa

em um determinado exercício social. A terceira variável do questionário difere-se das duas variáveis anteriores porque se relaciona à capacidade financeira que a empresa tem de pagar efetivamente Juros sobre Capital Próprio ou dividendos aos seus acionistas.

Assim, após a empresa ter verificado o *payout* mínimo do lucro a ser devolvido aos acionistas, seja no estatuto social, seja de acordo com a Lei das S.A.s, a análise subsequente é verificar se há disponibilidade de caixa para tal pagamento. Dessa forma, a terceira pergunta do questionário teve como objetivo verificar o grau de importância atribuído pelos gestores da empresa à disponibilidade de caixa para distribuição dos lucros. Os dados obtidos estão resumidos na Tabela 8.

Tabela 8 – Distribuição de frequência da variável 3: Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	2	4	1	18	79
Distrib. Frequência Acumulada	2	6	7	25	104
Frequência Relativa	1,9%	3,8%	1,0%	17,3%	76,0%
Frequência Relativa Acumulada	1,9%	5,8%	6,7%	24,0%	100,0%

A exemplo do observado com relação às duas primeiras variáveis, a disponibilidade de caixa para efetuar o pagamento dos dividendos também se constitui em um fator de muita importância para as empresas brasileiras. Das 20 questões formuladas em escala de Likert para o instrumento de coleta de dados desta pesquisa, este terceiro fator foi aquele que recebeu o maior número de respostas muito importante. Das 104 empresas da amostra, 79 delas (ou 76% do total) responderam que a disponibilidade de dinheiro em caixa é um fator muito importante na decisão de dividendos.

Apesar de essa tendência ser esperada e naturalmente justificada sob o ponto de vista de que o pagamento de dividendos realiza-se com a saída de caixa da empresa, esse padrão observado reforça a importância da permissão prevista no artigo 202 da Lei 6.404/76, que possibilita que as empresas brasileiras façam alguns ajustes no lucro líquido contábil para se determinar a base de cálculo dos dividendos ou até mesmo postergue a distribuição de lucros em caso de dificuldades financeiras da empresa, com

o intuito de preservar a capacidade operacional da organização, conforme apresentado e discutido no capítulo 3. O histograma da variável 3 é apresentado no Gráfico 3.

O histograma da variável 3 permite uma análise visual da distribuição de frequência da importância da disponibilidade de caixa para pagamento dos dividendos na definição dos índices de distribuição de lucros das empresas da amostra. Se somadas as 18 empresas que atribuíram a resposta “relativamente importante” mais as 79 empresas que avaliaram como “muito importante” esse fator da decisão da dividendos, 93,3% da área do histograma do Gráfico 3 (97/104) é representada por companhias que norteiam sua decisão de dividendos com base na disponibilidade de fundos para distribuição de lucros. A Tabela 9 apresenta as demais estatísticas para a variável 3.

Tabela 9 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 3: Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros

Soma dos pontos	376
Média	3,62
Mediana	4
Moda	4
Intervalo	4
Variância	0,72
Desvio-padrão	0,85

Como pode ser observado na Tabela 9, apesar de a mediana e a moda se referirem à resposta de escore 4, atribuída ao texto “muito importante”, e à média de

3,62 também se aproximar o escore 4, 7 empresas afirmaram não atribuir alto grau de importância à disponibilidade de caixa para pagamento dos dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio. Por possuir respostas em todas as cinco categorias possíveis da escala de cinco pontos de Likert escolhida para o instrumento de coleta de dados dessa pesquisa, o intervalo das respostas foi 4. Já o desvio-padrão, por sua vez, foi de 0,85 pontos, mostrando que para esse fator, as respostas também estão bem próximas à média, a exemplo do que ocorreu com a variável anterior.

A quarta variável deste estudo também está relacionada com um aspecto financeiro da empresa. Porém, ao contrário da disponibilidade imediata de caixa, o quarto fator da decisão de dividendos a ser analisado nessa pesquisa relaciona-se com o orçamento da companhia para o exercício social subsequente. A introdução dessa variável no questionário justifica-se pelo fato de que a teoria de finanças afirma que o pagamento dos dividendos deve ser feito após o cálculo do fluxo de caixa livre para o acionista (*free cash flow to equity* – FCFE).

Damodaran (2007, p. 75) afirma que o FCFE é o fluxo de caixa disponível para ser pago como dividendos e é obtido a partir do lucro líquido do exercício, menos os gastos de capital líquido de depreciação, menos as alterações em capital de giro não monetário, menos os gastos com pagamentos de dívidas, mais a entrada de caixa advindo de emissão de nova dívida.

Portanto, com o objetivo de verificar se as empresas brasileiras de capital aberto levam em consideração esses fatores na decisão de dividendos, a quarta pergunta do questionário solicitou aos respondentes que atribuíssem o grau de importância atribuído por eles ao orçamento para o próximo exercício social. A Tabela 10 apresenta um resumo das respostas para essa variável.

Tabela 10 – Distribuição de frequência da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	2	3	6	23	70
Distrib. Frequência Acumulada	2	5	11	34	104
Frequência Relativa	1,9%	2,9%	5,8%	22,1%	67,3%
Frequência Relativa Acumulada	1,9%	4,8%	10,6%	32,7%	100,0%

Como pode ser observado na Tabela 10, a maioria das empresas da amostra desta pesquisa classificam como muito importante o orçamento para o próximo ano na sua decisão de distribuição de lucros. Esta variável recebeu a terceira maior quantidade de respostas muito importante de todo o estudo, ficando atrás apenas da variável 3 (disponibilidade de caixa), que recebeu 79 respostas muito importante e da variável 2 (estatuto social) que recebeu 76 respostas muito importante.

O número de empresas que consideram o orçamento futuro irrelevante (6), ou de baixa importância (3) ou não considerado (2) totalizou 11, ou 10,6% da amostra. Apesar de relativamente baixo, principalmente se comparado com as demais variáveis que serão analisadas na sequência deste trabalho, esse número merece atenção. De acordo com esse levantamento, mais de 10% das empresas brasileiras da amostra dessa pesquisa não atribuem um alto grau de importância para o orçamento futuro no momento de decidir o percentual de *payout*. Como esse percentual é maior do que os 6,7% da variável anterior (disponibilidade de caixa), isso sugere que algumas empresas se preocupam mais com a capacidade financeira imediata para pagar dividendos do que com a situação financeira do próximo exercício social. Em outras palavras, haveria uma maior preocupação com o caixa atual e uma menor preocupação em preservar o caixa para investimentos em ativos fixos ou capital de giro, por exemplo.

O histograma apresentado no Gráfico 4 fornece uma representação visual mais adequada da distribuição de frequência da variável 4. Quando somadas as duas categorias com o maior número de observações, sendo 23 respondentes na categoria relativamente importante e 70 respondentes na categoria muito importante, elas representam 89,4% da área do histograma do Gráfico 4 (93/104). Isso mostra o grau de importância que o orçamento para o próximo exercício social representa na decisão de dividendos das empresas brasileiras.

Gráfico 4 – Histograma da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social

A Tabela 11 apresenta as medidas de tendência central e dispersão para esta quarta variável. Os números apresentados na Tabela 11, reforçam o grau de importância que o orçamento da companhia para o próximo ano possui na decisão de dividendos atual. Além de uma média 3,5, a mediana e a moda situam-se no escore 4, correspondente ao grau “muito importante”. Além disso, o desvio-padrão é inferior a 1, o que mostra o alto índice de concentração das respostas em relação à média, a exemplo do que acontece com as duas variáveis anteriores.

Tabela 11 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 4: Orçamento para o próximo exercício social

Soma dos pontos	364
Média	3,50
Mediana	4
Moda	4
Intervalo	4
Variância	0,78
Desvio-padrão	0,88

Em uma análise complementar à importância do orçamento previsto para o próximo exercício social, a quinta pergunta do questionário teve como objetivo levantar o grau de importância atribuído pelas empresas brasileiras às novas oportunidades de investimento futuro. A complementaridade dessa questão refere-se ao fato de que na

definição do orçamento futuro, a empresa deve levar em consideração os investimentos em ativo fixo e capital de giro. Por investimentos líquidos em ativo fixo, entende-se a compra de ativo imobilizado superior ao seu grau de depreciação. Seria um investimento simplesmente com o objetivo de repor ativos que se desgastaram com o uso, no sentido de se manter a capacidade operacional da empresa e, assim, a manutenção da sua capacidade de geração de lucros no futuro.

No entanto, a quinta pergunta do questionário remete mais especificamente às novas oportunidades de investimento futuro, não apenas no sentido de reposição de ativos para continuidade operacional da empresa, mas sim como uma ampliação da capacidade operacional e, conseqüentemente, aumento da capacidade de geração de caixa e lucros. A Tabela 12 apresenta as estatísticas descritivas para a variável “novas oportunidades de investimentos futuros”.

Tabela 12 – Distribuição de frequência da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	2	4	3	34	61
Distrib. Frequência Acumulada	2	6	9	43	104
Frequência Relativa	1,9%	3,8%	2,9%	32,7%	58,7%
Frequência Relativa Acumulada	1,9%	5,8%	8,7%	41,3%	100,0%

Conforme pode ser observado na Tabela 12, o número de empresas que atribuíram o grau máximo de importância para o fator novas oportunidades de investimentos futuros (61) foi menor do que o da variável anterior (70). No entanto, se somadas as categorias relativamente importante, com 34 observações, com as 61 observações da categoria muito importante, totaliza-se 95 observações, superando as 93 observações da variável 4, referente ao orçamento para o próximo exercício social. Isso mostra o relativo grau de importância desse fator na definição da política de dividendos das empresas brasileiras. O Gráfico 5 oferece uma representação gráfica da variável 5.

Gráfico 5 – Histograma da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros

De acordo com o observado no Gráfico 5, um pequeno número de empresas que atribuíram um baixo grau de importância para a questão das novas oportunidades de investimentos futuros nas suas decisões de dividendos. Apenas 8,7% das empresas responderam que os investimentos futuros não apresentam importância na definição dos seus índices de distribuição dos lucros. No entanto, ao contrário do que veio sendo observado nas variáveis analisadas até agora, nessa quinta variável houve um maior equilíbrio entre as respostas classificadas na categoria “relativamente importante” e “muito importante”. A disparidade que vinha sendo observada na categoria de escore 4 (muito importante) em relação às demais é sensivelmente menor para esse quinto fator.

Esse maior equilíbrio entre as categorias de escore 3 (relativamente importante) e 4 (muito importante) pode ser melhor capturado com as medidas de tendência central e dispersão, conforme apresentadas na Tabela 13.

Tabela 13 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 5: Novas oportunidades de investimentos futuros

Soma dos pontos	356
Média	3,42
Mediana	4
Moda	4
Intervalo	4
Variância	0,77
Desvio-padrão	0,88

De acordo com os dados apresentados na Tabela 13, apesar de a mediana e a moda se referirem à resposta de categoria 4 (muito importante), observa-se que a média das respostas (3,4) se aproxima mais da resposta de categoria 3 (relativamente importante). O desvio-padrão é de 0,88, o que dá uma melhor noção da relativamente baixa dispersão das respostas dessa variável em relação à sua média, já que a grande maioria das repostas se concentraram em apenas duas categorias. A exemplo de todas as outras variáveis deste estudo, o intervalo das respostas é igual a 4 mostrando que houve observações tanto na resposta de escore 0 (fator não considerado) até a resposta de escore 4 (muito importante).

Duas outras perguntas do questionário estão indiretamente relacionadas à questão das novas oportunidades de investimentos futuros. Uma delas é a variável 6 – expectativa de lucros futuros – que será analisada a partir de agora e a outra é a variável 11 – capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos –, que será analisada no seu momento. A variável mensurada na questão de número 6 do instrumento de coleta de dados pedia para que as empresas respondentes do questionário atribuíssem um grau de importância que davam às suas expectativas de novos lucros futuros na decisão de dividendos.

A relação entre a expectativa de lucros futuros (variável 6) e a variável anterior (novos investimentos futuros) reside no fato de que as fontes de financiamento para novos investimentos são basicamente três: lucros gerados internamente e retidos, endividamento externo e integralização de mais capital dos acionistas. Dessa forma, quando uma empresa vislumbra novas oportunidades de investimento futuros, uma das formas de financiar esse investimento é com a retenção de lucros. Assim, se a empresa decide distribuir o lucro corrente como dividendos, supõe-se que ela possui uma expectativa de geração de lucros no futuro para financiar os novos investimentos (variável 6) ou possuirá fontes externas de captação de recursos (variável 11). Uma vez justificada a inserção das variáveis 6 e 11, a Tabela 14 apresenta a estatística descritiva para a importância atribuída às expectativas de lucros futuros em sua decisão de distribuição ou não de dividendos no ano corrente.

Tabela 14 – Distribuição de frequência da variável 6: Expectativa de lucros futuros

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	4	8	17	33	42
Distrib. Frequência Acumulada	4	12	29	62	104
Frequência Relativa	3,8%	7,7%	16,3%	31,7%	40,4%
Frequência Relativa Acumulada	3,8%	11,5%	27,9%	59,6%	100,0%

De acordo com o observado na Tabela 14 e tendo como parâmetro o observado nas outras cinco variáveis anteriores, pode-se notar que houve uma representativa queda no número de respostas na categoria “muito importante”, sendo a de menor expressão até agora. No entanto, verificando a frequência relativa acumulada observa-se que apenas 11,5% das empresas atribuem baixa importância (7,7%) ou não consideram (3,8%) esse fator nas suas decisões de dividendos.

Portanto, conforme pode ser melhor visualizado no Gráfico 6, o histograma da variável “expectativa de lucros futuros” mostra que houve uma maior distribuição das respostas nas categorias “nem importante nem sem importância”, “relativamente importante” e muito importante”, que, somadas representam 88,5% da área do histograma (92/104).

Gráfico 6 – Histograma da variável 6: Expectativa de lucros futuros

Complementado as análises da variável 6, a Tabela 15 mostra as medidas de tendência central e dispersão do fator expectativa de lucros futuros. Como pode ser

observado na referida tabela, a média dos escores obtidos de acordo com as respostas está abaixo de 3, referente à categoria “relativamente importante”. Apesar de a moda ainda se referirem a categoria 4 (muito importante), a mediana situa-se na categoria de escore 3 (relativamente importante). O desvio padrão de 1,11 mostra que a dispersão das respostas é acima de 1 categoria. Essas medidas confirmam aquilo que foi observação na distribuição de frequência e no histograma dessa variável. Ou seja, apesar de a expectativa de lucros futuros ser considerada “muito importante” para 42 empresas da amostra (ou 40,4% da amostra), há uma maior distribuição das demais respostas nas categorias relativas à menor importância.

Tabela 15 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 6: Expectativa de lucros futuros

Soma dos pontos	309
Média	2,97
Mediana	3
Moda	4
Intervalo	4
Variância	1,23
Desvio-padrão	1,11

As variáveis 4 (orçamento para o próximo exercício social), 5 (novas oportunidades de investimentos futuros) e 6 (expectativa de lucros futuros) estavam relacionadas aos aspectos internos à organização que poderiam ou não ser considerados na definição da destinação dos lucros. A variável 7 se refere aos aspectos relacionados ao conteúdo informacional dos dividendos. O conteúdo informacional dos dividendos, conforme apresentado na revisão da literatura deste trabalho, tem sido objeto de diversas pesquisas nos últimos anos. O artigo seminal que deu origem a toda a discussão sobre o conteúdo informacional dos dividendos foi apresentado por John Lintner em 1956. Por conteúdo informacional entende-se os sinais que os dividendos enviam ao mercado toda vez que a empresa anuncia alterações nos percentuais de distribuição de lucros.

Com base nisso, a variável 7 buscou verificar qual o grau de importância atribuído aos gestores das companhias brasileiras com relação à capacidade de manutenção dos dividendos no futuro. Poderia se esperar que as empresas atribuíssem um alto grau de importância para esse fator, uma vez que cortes futuros nos dividendos

podem ser seguidos de queda no valor da ação, como dizem alguns estudos apontados na revisão da literatura. Além do efeito informacional, há também que se considerar o efeito clientela. O efeito clientela foi proposto inicialmente por Elton e Gruber (1970) que comprovaram empiricamente que os investidores em ações que possuem uma faixa de tributação na pessoa física mais elevada, preferem ações que pagam menos dividendos, também em função da carga tributária maior sobre a distribuição de lucros, conforme apresentado na revisão da literatura.

Mas, como no Brasil os dividendos são isentos de tributação, poderia se esperar que um corte nos dividendos levasse alguns investidores com preferência por dividendos a migrar para ações de outras empresas. No entanto, como as pesquisas nessa área são inconclusivas, considerou-se interessante verificar junto aos responsáveis pela definição da política de dividendos das empresas brasileiras, qual o grau de importância que eles afirmam atribuir às possíveis alterações nos *payouts* futuros. As respostas estão sintetizadas na Tabela 16.

Tabela 16 – Distribuição de frequência da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	7	17	14	42	24
Distrib. Frequência Acumulada	7	24	38	80	104
Frequência Relativa	6,7%	16,3%	13,5%	40,4%	23,1%
Frequência Relativa Acumulada	6,7%	23,1%	36,5%	76,9%	100,0%

De acordo com os dados da Tabela 16, 24 empresas, ou pouco mais do que 23% da amostra, consideram a estabilidade dos dividendos nos períodos futuros como muito importante. Se somadas as categorias de escore 0 a 3, verifica-se que mais de 36% das empresas da amostra atribuem “baixa importância” para a capacidade de manutenção dos dividendos no futuro. A categoria com maior número de observações foi a “relativamente importante”. Isso mostra que 40,4% das empresas brasileiras atribuem importância relativa aos dividendos estáveis. Esses números podem ser melhor visualizados no Gráfico 7.

Gráfico 7 – Histograma da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações

Conforme visualizado no Gráfico 7, apesar de a maior parte das respostas estarem concentradas na categoria “relativamente importante”, há uma distribuição entre as demais categorias muito maior do que o observado até aqui. Essa constatação é reforçada com as medidas de tendência central e de dispersão desta variável apresentadas na Tabela 17.

Tabela 17 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 7: Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.

Soma dos pontos	267
Média	2,57
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,45
Desvio-padrão	1,20

Confirmando as evidências verificadas na distribuição de frequência, a média das respostas para a variável que buscou levantar o grau de importância atribuído à capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações obteve uma média de 2,57, situando-se em uma posição intermediária entre a categoria de escore 2 (nem importante nem sem importância) e 3 (relativamente importante). Apesar de a mediana e a moda serem igual a 3, o desvio-padrão de 1,20 mostra o alto grau de dispersão das respostas. Essas observações apresentam alguns indícios de que os dividendos estáveis não é o fator de maior preocupação para a maioria dos gestores no

momento de decisão do percentual de lucros a serem distribuídos. Talvez isso seja inclusive um reflexo do fato de que não existe uma resposta definitiva por parte das pesquisas científicas sobre uma unanimidade na forma pela qual o mercado reage aos cortes ou aumentos dos dividendos.

Conforme apresentado no capítulo de revisão da literatura, vários pesquisadores têm realizado trabalhos com o objetivo de mostrar que a inflação tem o poder de distorcer o lucro apurado pela contabilidade. Um dos trabalhos pioneiros desenvolvidos nesse sentido no Brasil foi feito por Szuster (1985), que apresentava uma série de ajustes que deveriam ser realizados no lucro contábil para se chegar naquilo que foi chamado de Valor Passível de Distribuição. Trabalhos posteriores nessa mesma linha de pesquisa foram desenvolvidos por Uba (1985), Jaloretto (1992), Santos (1994), Padoveze, Frezatti e Benedicto (1994) e Ambrozini (2006).

Com base nisso, a variável 8 desta pesquisa está relacionada à consideração dos efeitos inflacionários na formação do lucro empresarial. O objetivo da inclusão dessa variável no estudo foi o de verificar se os gestores das companhias abertas brasileiras levam em consideração a corrosão do poder aquisitivo da moeda ocasionada pela inflação no processo de formação do lucro e sua respectiva destinação. A Tabela 18 apresenta a distribuição de frequência da variável 8.

Tabela 18 – Distribuição de frequência da variável 8: Efeito da inflação na formação do lucro contábil

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	23	20	28	20	13
Distrib. Frequência Acumulada	23	43	71	91	104
Frequência Relativa	22,1%	19,2%	26,9%	19,2%	12,5%
Frequência Relativa Acumulada	22,1%	41,3%	68,3%	87,5%	100,0%

Como pode ser observado nos dados da Tabela 18, apesar de os estudos acadêmicos mostrarem que a inflação, mesmo quando moderada, tem o poder de distorcer o lucro contábil formado ao longo de um determinado período, apenas 12,5% das companhias de capital aberto da amostra dessa pesquisa, consideram esse fator muito importante em suas decisões de dividendos. Para 22,1% das empresas, o efeito inflacionário é simplesmente desconsiderado no momento de se decidir quanto do lucro

se distribuirá sob a forma de caixa. A categoria de respostas predominante para a variável 8 foi “nem importante, nem sem importância”, com 28 observações. Esses resultados são apresentados sob a forma de um histograma no Gráfico 8.

Como pode ser observado no Gráfico 8, a categoria “muito importante” foi a que recebeu o menor número de respostas. Assim, 87,5% da área do histograma referem-se às outras quatro categorias, de menor grau de importância. Outra constatação importante é que, dentre todas as variáveis incluídas no questionário, o efeito da inflação na formação do lucro foi o fator da política de dividendos que recebeu o maior número de respostas na categoria “nem importante, nem sem importância”, com 28 observações. Além disso, as 20 respostas da categoria baixa importância, coloca a variável 8 no segundo lugar do ranking de maior número de observações nessa categoria. Esses resultados fornecem evidências de que o poder de distorção da inflação na formação do lucro é subavaliado pelas empresas brasileiras de capital aberto. As consequências disso podem ser encontradas na revisão dos estudos acadêmicos sobre esse assunto, apresentadas no capítulo 2 deste trabalho.

Finalizando as análises da variável 8, a Tabela 19 apresenta um resumo das principais estatísticas de tendência central e de dispersão. A soma dos pontos é a terceira menor dentre todas as variáveis do questionário. A moda e a mediana referem-se à categoria de escore 2 (baixa importância). O intervalo de 4 pontos mostra que

houve respostas tanto na categoria de menor escore, quanto na de maior escore. O desvio padrão de 1,32 é o segundo maior de todo o estudo, mostrando uma alta variação em relação à média de 1,81.

Tabela 19 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 8: Efeito da inflação na formação do lucro contábil

Soma dos pontos	188
Média	1,81
Mediana	2
Moda	2
Intervalo	4
Variância	1,75
Desvio-padrão	1,32

A variável 9, por sua vez, refere-se à capacidade que a empresa tem de levantar novos recursos externos para financiar seus investimentos futuros. Ela está indiretamente relacionada às variáveis 4 (orçamento para o próximo exercício social) e 5 (novas oportunidades de investimentos futuros). Isso porque, na decisão de devolução de fundos aos acionistas em um determinado período, o gestor deve considerar as novas oportunidades de investimento que poderão ocorrer nos próximos exercícios sociais (variável 5) e o seu orçamento de caixa para o próximo ano (variável 4).

Caso o gestor vislumbre boas perspectivas de investimentos que demandarão recursos financeiros em um horizonte próximo de tempo e, ao mesmo tempo, prevê que a geração de caixa com os lucros gerados internamente não serão suficientes para suprir essa necessidade de fundos, ele tem duas alternativas. Primeiro, o gestor pode atuar no sentido de propor a retenção de lucros no ano corrente, não distribuindo dividendos. Ou então, se a empresa decidir não reter lucros, terá que possuir fontes externas para captação de recursos junto a terceiros.

Portanto, a pergunta 9 do questionário teve como objetivo verificar qual o grau de importância atribuído à capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos por parte dos gestores no momento da decisão de dividendos. A Tabela 20 apresenta a distribuição de frequência para essa variável.

Tabela 20 – Distribuição de frequência da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	9	10	13	40	32
Distrib. Frequência Acumulada	9	19	32	72	104
Frequência Relativa	8,7%	9,6%	12,5%	38,5%	30,8%
Frequência Relativa Acumulada	8,7%	18,3%	30,8%	69,2%	100,0%

Conforme pode ser observado na Tabela 20, a maior parte das respostas estão concentradas nas categorias de “relativamente importante” e “muito importante”. Quando somados, o número de observações nessas duas categorias (72 empresas) representam quase 70% de todas as respostas ($72/104 = 69,2\%$). O Gráfico 9 apresenta o histograma da variável 9.

Gráfico 9 – Histograma da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos

O histograma da variável 9, apresentado no Gráfico 9, permite uma visualização mais clara da distribuição de frequências da importância atribuída pelos gestores à capacidade que a empresa tem de se endividar em períodos futuros para financiar seus investimentos. As três primeiras categorias de menor importância receberam um número próximo de respostas. Somadas, essas três categorias representam pouco mais do que 30% do Gráfico 9.

As medidas de tendência central e de dispersão obtidas para a variável 9, de acordo com os dados da Tabela 21, mostram que a categoria de escore 3 (relativamente importante) representa o ponto médio e a moda. O desvio padrão de 1,24 mostra que há um relativo grau de dispersão. Quando comparados esses resultados com os obtidos para as variáveis 4 e 5, nota-se, no entanto, que o grau de importância atribuído àqueles fatores foi maior do que a este. Esse resultado parece fornecer indícios de que os gestores possuem uma maior preocupação com os fatores relacionados à gestão de curto prazo das companhias.

Tabela 21 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 9: Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos

Soma dos pontos	284
Média	2,73
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,54
Desvio-padrão	1,24

Ainda com base na relação entre as decisões de financiamento e de dividendos, a variável 10 buscou verificar o grau de importância atribuído aos gestores nas alterações na estrutura de capital das empresas provocadas pela decisão de destinação dos lucros. É sabido que a decisão de reter lucros aumenta a proporção de patrimônio líquido em relação ao passivo de uma companhia. Ao contrário, devolver fundos aos acionistas reduz o patrimônio líquido e aumenta a proporção de capital de terceiros na estrutura de financiamento de uma organização.

Conforme apresentado na revisão da literatura, muito pesquisadores tem se debruçado sobre os impactos que a política de dividendos causa na estrutura de capital das empresas, entre eles Fama e French (2002), Zani e Ness Júnior (2000), Paiva e Lima (2001), Futema, Basso e Kayo (2007) e Silva e Brito (2003). Devido à importância da estrutura de capital na maximização da riqueza para os acionistas, possibilitada pela minimização da média ponderado dos custos de capitais, a 10ª pergunta do questionário visou então verificar se os gestores de fato davam importância à esse fator nas suas decisões de dividendos. A Tabela 22 apresenta o resultado da distribuição de frequência da variável 10.

Tabela 22 – Distribuição de frequência da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	3	10	12	46	33
Distrib. Frequência Acumulada	3	13	25	71	104
Frequência Relativa	2,9%	9,6%	11,5%	44,2%	31,7%
Frequência Relativa Acumulada	2,9%	12,5%	24,0%	68,3%	100,0%

Conforme apresentado na Tabela 22, pouco mais do que 30% dos respondentes desta pesquisa afirmaram que o deslocamento da estrutura de capital da empresa é um fator muito importante na definição do volume de lucros a ser devolvido aos acionistas ou reinvestido na empresa. A maioria das respostas está concentrada na categoria “relativamente importante”. Para 24% das empresas brasileiras, mudanças no percentual de passivos onerosos e patrimônio líquido nas fontes de financiamento da empresa representam um fator de menor importância, sendo que apenas 2,9% das empresas da amostra disseram desconsiderar o deslocamento da estrutura de capital na sua decisão de dividendos. Esses resultados estão representados no histograma do Gráfico 10.

Gráfico 10 – Histograma da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital

A predominância das respostas na categoria de escore 3 é melhor visualizada no Gráfico 10. De todas as 20 variáveis desta pesquisa, esta é a segunda com o maior número de respostas na categoria relativamente importante. Se somadas as duas categorias de maior número de respostas para o fator estrutura de capital, 79

observações, ou 76% do histograma do Gráfico 10 (79/104), é representada por empresas de cujos gestores responderam ser relativamente ou muito importante as alterações que os dividendos podem provocar na proporção entre capital próprio e capital de terceiros na estrutura de financiamento das suas companhias.

Já os dados da Tabela 23 confirmam a predominância da categoria relativamente importante para a variável de deslocamento da estrutura de capital. A média se localiza bem próximo de 3, que é o escore atribuído às respostas relativamente importante. A mediana e a moda também se referem a essa categoria. O desvio-padrão é ligeiramente superior a 1, o que mostra uma certa concentração das respostas em relação à média.

Tabela 23 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 10: Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital

Soma dos pontos	304
Média	2,92
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,08
Desvio-padrão	1,04

Uma das constatações observadas por John Lintner (1956) em seu estudo seminal sobre os dividendos nos Estados Unidos foi a de que os dividendos tinham uma relação com o ciclo de vida da empresa. O autor verificou que as empresas em seus estágios iniciais de atividade ou em fase de alto crescimento, pagavam dividendos irrisórios e, em alguns casos, não distribuíam lucros aos seus acionistas. Já as empresas consolidadas no seu setor de atuação, com uma maior previsibilidade de lucros futuros, possuíam um *payout* mais elevado, que aumentariam suavemente com o tempo e raramente cairiam. Já no longo prazo, quando as empresas se encontravam em um estágio de baixo crescimento ou mesmo declínio nos lucros, elas pagavam altos volumes de dividendos.

Essa constatação motivou a inclusão, neste estudo, de uma variável que visou levantar o quanto o estágio do ciclo de vida da empresa afetava era importante na decisão de dividendos por parte dos seus gestores. A Tabela 24 resume as respostas para esta variável.

Tabela 24 – Distribuição de frequência da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio)

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	10	4	14	38	38
Distrib. Frequência Acumulada	10	14	28	66	104
Frequência Relativa	9,6%	3,8%	13,5%	36,5%	36,5%
Frequência Relativa Acumulada	9,6%	13,5%	26,9%	63,5%	100,0%

De acordo com os dados apresentados na Tabela 24, dez gestores respondentes do questionário afirmaram distribuir dividendos sem levar em consideração o atual estágio das suas empresas no seu ciclo de vida. Os que atribuíram baixa importância para esse fator totalizaram 4 e o número de respondentes que afirmaram ser indiferentes ao ciclo de vida da empresa, atingiu 14 observações. Somadas, essas três categorias representaram 26,9% das empresas da amostra. Os demais respondentes dividiram-se igualmente nas categorias “relativamente importante” e “muito importante”. O Gráfico 11 fornece uma apresentação visual da distribuição de frequência da variável 11.

Gráfico 11 – Histograma da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio)

Conforme visualizado no Gráfico 11, 73,1% da área do histograma é representada por observações das categorias “relativamente importante” e “muito importante” (76/104). Isso fez com que a moda para essa variável pertencesse a essas duas categorias, conforme apresentado na Tabela 25. No entanto, as 28 observações

atribuídas às categorias de menor escore, fez com que a média ficasse abaixo de 3. Assim, a maior quantidade relativa de observações nas duas categorias de maior escore fez com que o desvio padrão fosse de 1,23, superior a uma categoria.

Tabela 25 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 11: Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio)

Soma dos pontos	298
Média	2,87
Mediana	3
Moda	3 e 4
Intervalo	4
Variância	1,52
Desvio-padrão	1,23

Complementando as análises relativas ao estágio em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida, a pergunta 12 do questionário teve como objetivo levantar o grau de importância atribuído ao grau de consolidação da empresa dentro do seu setor de atividade econômica. Isso porque, é esperado que empresas mais consolidadas dentro dos seus setores tenham uma maior capacidade de distribuir lucros do que as empresas que ainda necessitam investir recursos para o aumento da sua participação de mercado, como na conquista de novos clientes, por exemplo. A Tabela 26 apresenta a distribuição de frequência das repostas da variável relativa ao grau de consolidação da empresa no seu setor.

Tabela 26 – Distribuição de frequência da variável 12: Grau de consolidação da empresa no seu setor

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	16	10	20	34	24
Distrib. Frequência Acumulada	16	26	46	80	104
Frequência Relativa	15,4%	9,6%	19,2%	32,7%	23,1%
Frequência Relativa Acumulada	15,4%	25,0%	44,2%	76,9%	100,0%

De acordo com os dados da Tabela 26, o grau de consolidação da empresa dentro do seu setor de atuação é um fator considerado de menor importância na decisão dos dividendos do que o ciclo de vida da empresa. A soma das empresas que atribuíram baixa importância (16), com as empresas que não consideram esse fator na decisão sobre a destinação dos lucros (16) é maior do que as 24 empresas que afirmaram que

esse fator é muito importante. Da mesma forma, a frequência relativa acumulada das categorias de menor importância é de 44,2% das empresas da amostra. Uma visualização mais adequada das respostas para esta variável está apresentada no Gráfico 12.

Analisando o histograma apresentado no Gráfico 12, observa-se que houve uma maior distribuição das respostas entre as cinco categorias possíveis em relação às demais variáveis deste estudo. Apesar de a categoria “relativamente importante” ter apresentando mais observações do que as demais categorias, a distribuição entre as outras respostas é maior do que quando comparadas com a variável 11, referente ao ciclo de vida das empresas. Essa maior dispersão das respostas é verificada pelo desvio-padrão da variável 12, conforme apresentado na Tabela 27.

Tabela 27 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 12: Grau de consolidação da empresa no seu setor

Soma dos pontos	248
Média	2,38
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,83
Desvio-padrão	1,35

As medidas de tendência central e dispersão da variável 12, apresentadas na Tabela 27, mostram uma média menor que a da variável 11 e uma variância e um desvio padrão maiores do que os da variável 11. Assim, em uma análise comparativa, esses dados parecem fornecer uma evidência de que o ciclo de vida das empresas é um fator decisório de maior importância na definição da política de dividendos das empresas brasileiras do que o grau de consolidação da empresa no seu setor de atividade econômica.

A variável 13 diz respeito à importância do grau de estabilidade dos lucros da empresa na decisão dos dividendos. A análise desta variável deve ser feita conjuntamente com a variável 7, referente à importância atribuída pelos gestores à capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações. Isso porque a variável 13 está relacionada com a preocupação dos gestores em relação à estabilidade dos lucros futuros da empresa, enquanto a variável 7 está relacionada à preocupação com a estabilidade dos dividendos.

No entanto, como os dividendos são geralmente calculados como uma proporção do lucro empresarial, evidências empíricas têm mostrado que há uma forte relação entre dividendos e lucro, embora a série de dividendos geralmente seja mais estável que a série de lucros. Essa relação entre dividendos e lucro e a estabilidade das séries motivou a inserção da questão 7 e 13 do questionário. A distribuição de frequência da variável 13 está apresentada na Tabela 28.

Tabela 28 – Distribuição de frequência da variável 13: Grau de estabilidade dos lucros da empresa

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	5	8	10	54	27
Distrib. Frequência Acumulada	5	13	23	77	104
Frequência Relativa	4,8%	7,7%	9,6%	51,9%	26,0%
Frequência Relativa Acumulada	4,8%	12,5%	22,1%	74,0%	100,0%

Como pode ser observado na Tabela 28, a maioria dos gestores (51,9%) afirmou ser relativamente importante o grau de estabilidade dos lucros futuros da empresa na sua decisão de dividendos. Além disso, 26% das empresas da amostra consideram esse fator como sendo muito importante na definição do *payout* de lucros, maior que as três

categorias de menor importância, somadas, que atingem 22,1%. Uma representação visual da distribuição de frequência para esta variável é apresentada no Gráfico 13.

O histograma do Gráfico 13 deixa ainda mais clara a predominância das respostas da categoria relativamente importante. Quando comparado com o histograma da variável 7, observam-se muitas semelhanças com o histograma da variável 13. A categoria relativamente importante da variável estabilidade dos dividendos também foi a que recebeu um maior número de observações, seguido da categoria muito importante. Além disso, para ambas as variáveis, o número de empresas que disseram não considerar o fator que estava sendo mensurado também foi o de menor número de observações, dentre as demais variáveis deste estudo. A única diferença entre as respostas para essas duas variáveis é uma inversão das observações nas categorias “baixa importância” e “nem importante, nem sem importância”.

Quando analisadas as medidas de tendência central e de dispersão da variável 13, apresentadas na Tabela 29, em comparação com as da variável 7, nota-se que apesar de a mediana e a moda de ambas as variáveis se referirem à categoria de escore 3 (relativamente importante), a soma dos pontos da variável 13 (298) é maior do que a da variável 7 (267) enquanto que o desvio padrão da variável 13 (1,04) é menor do que o desvio-padrão da variável 7 (1,20).

Tabela 29 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 13: Grau de estabilidade dos lucros da empresa

Soma dos pontos	298
Média	2,87
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,09
Desvio-padrão	1,04

Esses resultados parecem apresentar indícios de que os gestores das empresas brasileiras atribuem uma importância ligeiramente maior ao grau de estabilidade dos lucros futuros da empresa do que ao grau de estabilidade dos dividendos futuros. Uma vez que os dividendos no Brasil são fortemente influenciados pelo lucro, principalmente devido à figura legal do dividendo mínimo obrigatório que atrela o índice de *payout* ao lucro, essa maior preocupação dos gestores com a estabilização da série de lucros faz sentido, uma vez que eles geralmente não conseguem alterar o *payout* estabelecido pela lei, quando da omissão dos estatutos.

Nesta pesquisa foi incluída uma pergunta com o objetivo de mensurar o grau de importância que o risco operacional do setor de atividade econômico em que a empresa atua possui sobre a decisão de dividendos. Essa questão, mensurada pela variável 14, pode ser relacionada com as variáveis 11 – estágio atual da empresa no seu ciclo de vida – e 12 – grau de consolidação da empresa no seu setor, por se referir a um fator relacionado ao setor de atuação da empresa. A Tabela 30 apresenta os resultados da distribuição de frequência da variável 14.

Tabela 30 – Distribuição de frequência da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	14	9	17	44	20
Distrib. Frequência Acumulada	14	23	40	84	104
Frequência Relativa	13,5%	8,7%	16,3%	42,3%	19,2%
Frequência Relativa Acumulada	13,5%	22,1%	38,5%	80,8%	100,0%

De acordo com os dados apresentados na Tabela 30, a categoria relativamente importante foi a resposta atribuída por 44 empresas quando perguntadas sobre a

importância atribuída ao risco operacional do setor em que a empresa atua. Nas demais categorias, as respostas ficaram distribuídas de maneira muito próximas.

Gráfico 14 – Histograma da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua

Conforme pode ser observado no Gráfico 14, os resultados das respostas obtidas para essas três variáveis são visualmente bem parecidos, principalmente quando comparados os resultados das variáveis 12 e 14. Isso parece evidenciar que há uma coerência entre as respostas coletadas junto às empresas. Quando agrupadas por fatores homogêneos, como nesse caso, as respostas são similares. A Tabela 31 apresenta as medidas de tendência central e dispersão da variável 14.

Tabela 31 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 14: Risco operacional do setor em que a empresa atua

Soma dos pontos	255
Média	2,45
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,63
Desvio-padrão	1,28

De acordo com a Tabela 31, observa-se que a variável 11 é aquela que apresenta, ao mesmo tempo, a maior soma dos pontos e o menor desvio padrão em comparação às variáveis 12 e 14. Já a variável 12 – grau de consolidação da empresa no seu setor, apresenta a menor soma dos pontos e o maior desvio padrão. A variável 14, risco

operacional do setor em que a empresa atua, se apresenta em um posição intermediária. De uma forma geral, tanto as medidas de tendência central (média, mediana e moda) quanto às de dispersão (intervalo, variância e desvio-padrão) dessas três variáveis são bem próximas umas das outras, confirmando os resultados observados na distribuição de frequência.

Ainda analisando as variáveis de forma comparativa, a 15ª pergunta do questionário solicitou que os gestores atribuissem o grau de importância dado à política de dividendos das outras empresas do mesmo setor, na sua decisão de dividendos. Já a pergunta subsequente, a 16ª questão, relacionava-se ao grau de importância atribuído à política de dividendos das demais empresas brasileiras de capital aberto, independente do setor. A motivação para a inclusão dessas duas variáveis nesse estudo deve-se aos trabalhos apresentados na revisão da literatura relacionados ao chamado efeito clientela.

De acordo com as constatações empíricas de Pettit (1977), apresentadas na revisão da literatura deste trabalho, as companhias que possuem sua base de acionistas formada por pessoas mais idosas, menos avessas ao risco e de classes econômicas mais baixas tendem a preferir altos índices de distribuição de lucros. Ao contrário, empresas com uma base de acionistas mais jovens e de classes sociais mais altas – medidos pela faixa de tributação de imposto de renda – tendiam a pagar um índice menor de dividendos. A Tabela 32 apresenta a distribuição de frequência da variável 15, que buscou verificar se, na prática, as empresas brasileiras se preocupam com os índices de *payouts* de seus concorrentes.

Tabela 32 – Distribuição de frequência da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	29	18	26	27	4
Distrib. Frequência Acumulada	29	47	73	100	104
Frequência Relativa	27,9%	17,3%	25,0%	26,0%	3,8%
Frequência Relativa Acumulada	27,9%	45,2%	70,2%	96,2%	100,0%

Entre todas as vinte variáveis incluídas nessa pesquisa, a variável 15 foi aquela com o maior número de observações na categoria de menor escore de importância. Nada menos do que 29 empresas (27,9% da amostra) disseram não levar em consideração, na

sua decisão de dividendos, as políticas praticadas pelos seus concorrentes. Mais de 70% das observações desta variável referem-se a empresas da amostra que disseram que os índices de *payoff* dos seus concorrentes são irrelevantes (25,0%) na definição de suas políticas de dividendos ou atribuíram baixa (17,3%) ou nenhuma importância (27,9%) para esse fator. O Gráfico 15 oferece uma representação visual desses resultados.

Gráfico 15 – Histograma da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor

Conforme pode ser observado no histograma do Gráfico 15, há uma predominância das observações nas quatro categorias de menor escala de importância, embora não tenha nenhuma escala que se destaque individualmente. As medidas de tendência central e de dispersão apresentadas na Tabela 33 confirmam essa constatação.

Tabela 33 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 15: Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor

Soma dos pontos	167
Média	1,61
Mediana	2
Moda	0
Intervalo	4
Variância	1,56
Desvio-padrão	1,25

A soma dos pontos da variável 15 é a menor entre todas as variáveis estudadas nesta pesquisa, assim como a média. Além disso, entre todos os fatores incluídos no instrumento de coleta de dados, a única em que a maioria das respostas foi “fator não

considerado” refere-se a esta variável. Por isso, a sua moda é zero. Pode-se concluir, com base nesses resultados, que o fator de menor importância na definição das políticas de dividendos das empresas brasileiras, quando comparado com as demais variáveis deste estudo, é a política de distribuição dos lucros dos seus concorrentes.

Conforme apresentado anteriormente, a variável 16, teve como objetivo mensurar um fator parecido com o da variável 15. Na 16ª questão do instrumento de coleta de dados, pediu-se aos gestores que atribuísssem um grau de importância à política de dividendos das empresas de capital aberto em geral. A Tabela 34 resume as respostas para essa variável.

Tabela 34 – Distribuição de frequência da variável 16: Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	23	22	25	28	6
Distrib. Frequência Acumulada	23	45	70	98	104
Frequência Relativa	22,1%	21,2%	24,0%	26,9%	5,8%
Frequência Relativa Acumulada	22,1%	43,3%	67,3%	94,2%	100,0%

Mantendo certa coerência, a distribuição de frequência das respostas da variável 16 é muito parecida com a da variável 15. No entanto, a distribuição dos números de respostas para a política de dividendos das empresas em geral entre as categorias de maior importância é maior do que as observadas para a variável relativa às políticas de dividendos dos concorrentes. O número de respondentes que afirmaram não considerar os índices de *payouts* dos seus concorrentes (29) foi maior do que aqueles que disseram desconsiderar a política de dividendos das demais empresas da bolsa como um todo (23). Além disso, o número de observações nas categorias de respostas de escore 3 (relativamente importante) e 4 (muito importante) da variável 16 são maiores dos que o da variável 15.

Gráfico 16 – Histograma da variável 16: Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral

Visualmente, o histograma da variável 16, apresentado no histograma do Gráfico 16, quando comparado ao histograma da variável 15 (Gráfico 15) mostra a coerência das respostas das empresas da amostra dessa pesquisa. Os histogramas dos Gráficos 15 e 16 são muito parecidos. 67,3% da área do Gráfico 5.33 referem-se a empresas da amostra que disseram que os índices de distribuição de lucros dos seus concorrentes são irrelevantes (22,1%) na definição de suas políticas de dividendos ou atribuíram baixa (21,2%) ou nenhuma importância (24%) para esse fator. No entanto, uma análise detida da Tabela 35 mostrará algumas diferenças importantes entre as respostas fornecidas para essas duas variáveis.

Tabela 35 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 16 – Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral

Soma dos pontos	180
Média	1,73
Mediana	2
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,54
Desvio-padrão	1,24

Conforme pode ser observado na Tabela 35, a soma dos pontos da variável 16 é de 180, contra 167 da variável 15. Isso faz com que a média da variável 16 também supere a da variável 15. A moda desta variável é 3, referente à categoria “nem

importante, nem sem importância”, ao contrário da moda zero da variável 15. A dispersão dessas duas variáveis analisadas concomitantemente em relação à média, no entanto, são praticamente iguais. Assim, pode se afirmar que os gestores das empresas brasileiras de capital aberto parecem não atribuir um alto grau de importância para a política de dividendos tanto dos seus concorrentes, quanto das demais empresas de capital aberto, embora este fator tenha mais importância do que aquele.

Na questão 17, por sua vez, voltou-se novamente aos aspectos internos da organização que impactam na decisão dos dividendos. A variável 17 visou mensurar o grau de importância atribuído aos gestores ao objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro. A inclusão dessa variável teve como intuito verificar se o planejamento financeiro de longo prazo da companhia e a determinação de um dividendo-alvo futuro afetam a definição dos *payouts* de lucros atuais. Essa variável 6 também está relacionada com a variável 6 (expectativa de lucros futuros), por se referir ao horizonte de previsão da empresa e se relacionar com aspectos do orçamento de capital da organização.

Tabela 36 – Distribuição de frequência da variável 17: Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	10	11	17	41	25
Distrib. Frequência Acumulada	10	21	38	79	104
Frequência Relativa	9,6%	10,6%	16,3%	39,4%	24,0%
Frequência Relativa Acumulada	9,6%	20,2%	36,5%	76,0%	100,0%

De acordo com as respostas dos gestores das empresas da amostra desta pesquisa, resumidos na Tabela 36, nota-se que há um grande número de observações nas duas categorias de maior grau de importância, sendo que 39,4% das respostas recaíram na categoria “relativamente importante” e 24% dos respondentes disseram ser “muito importante” o objetivo de longo prazo para o *payout* de lucros, sugerindo que a maioria das empresas brasileiras possui uma meta para o índice de dividendos futuros. As análises da distribuição de frequência para esta variável pode ser complementada com a visualização do histograma apresentado no Gráfico 7.

Gráfico 17 – Histograma da variável 17 - Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro

De acordo com a representação gráfica do histograma do Gráfico 17, nota-se a predominância das respostas relativamente importante para a questão 17 do instrumento de coleta de dados desta pesquisa. Quando somadas, as duas categorias que receberam a maioria das respostas, 41 na categoria de escore 3 e 25 na categoria de escore 4, representam 63,5% da área do histograma da variável 17 (66/104). Os demais 36,5% das observações distribuem de maneira quase uniforme entre as três categorias de menor grau de importância. Essa alta dispersão reflete-se nos dados da Tabela 37.

Tabela 37 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 17: Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro

Soma dos pontos	268
Média	2,58
Mediana	3
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,53
Desvio-padrão	1,24

Conforme pode ser observado na Tabela 37, apesar de uma relativa predominância das respostas nas duas categorias de maior grau de importância, fazendo com que a mediana e a moda situassem-se na categoria de escore 3 (relativamente importante) a distribuição de 36,5% das demais respostas nas três categorias de menor grau de importância fez com que o desvio-padrão fosse superior a 1 ponto.

Quando comparados esses resultados com os da variável 6 (expectativa de lucros futuros), pode-se verificar que os gestores das empresas brasileiras de capital aberto parecem se balizar mais pelas expectativas de lucro futuro do que na definição de um dividendo-alvo no momento de decidirem o percentual de lucros a ser devolvidos para os acionistas no presente momento.

As três últimas perguntas do questionário nas quais as respostas deveriam ser fornecidas usando uma escala de cinco pontos de Likert relacionam-se a variáveis relativas à preocupação dos gestores com o acionista. Assim, a 18ª pergunta do questionário teve como objetivo mensurar o grau de importância atribuído pelos definidores da política de dividendos em relação ao ganho ou a perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa no período de tempo recente. Essa variável tem, portanto, o intuito de verificar se a definição do *payout* corrente dos dividendos é ou não influenciado pelo desempenho do valor da ação. A Tabela 38 apresenta a distribuição de frequência das respostas da variável 17.

Tabela 38 – Distribuição de frequência da variável 18: Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	26	13	24	27	13
Distrib. Frequência Acumulada	26	39	63	90	103
Frequência Relativa	25,2%	12,6%	23,3%	26,2%	12,6%
Frequência Relativa Acumulada	25,2%	37,9%	61,2%	87,4%	100,0%

Como pode ser observado na Tabela 38, mais do que um quarto das empresas brasileiras disseram não levar em consideração o desempenho recente da ação nas suas decisões de dividendos. Além disso, 12,6% dos respondentes do questionário atribuíram baixa importância a esse fator e 23,3% disseram ser indiferentes a ele. Somados, a frequência relativa acumulada das três categorias de menor importância atingem 61,2% da amostra, embora a categoria que recebeu mais respostas individualmente foi a de escore 3 (relativamente importante).

Há que se ressaltar que o total de empresas que responderam essa pergunta foi de 103, uma a menos do que as 104 que responderam corretamente todas as demais

perguntas. Isso se deve porque uma das empresas da amostra atribuiu duas respostas para a questão 18. Tentou-se junto à empresa uma correção da resposta dessa questão, porém, a empresa não retornou a solicitação. Por isso, optou-se em retirar a resposta dessa empresa para essa questão. O histograma da variável 18 está apresentado no Gráfico 18.

Gráfico 18 – Histograma da variável 18 - Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente

O Gráfico 18 mostra que as observações para essa variável estão bastante distribuídas entre as cinco categorias de respostas. Esse comportamento é refletido nas medidas de tendência central e de dispersão apresentadas na Tabela 5.37. Entre todos os fatores da política de dividendos levantados nessa pesquisa, a variável 18 é aquela com o maior desvio-padrão do estudo. A mediana está localizada da categoria de escore 2 (nem importante, nem sem importância), enquanto que a categoria com o maior número absoluto de respostas é a categoria de escore 3 (relativamente importante). No entanto, a diferença no número de observações nas categorias de escore 0, 2 e 3 é de, no máximo, 3 observações. Isso explica o alto grau de dispersão apontado pela variância e pelo desvio-padrão.

As respostas coletas para a questão de número 18, parecem indicar que a maioria das empresas brasileiras de capital aberto da amostra desta pesquisa não tentam compensar perdas com a desvalorização das suas ações com um aumento do *yield* dos dividendos, assim como não trabalham no sentido de reduzir o rendimento dos

dividendos quando suas ações se valorizaram recentemente. Em suma, os gestores que responderam ao instrumento de coleta de dados desta pesquisa parecem não considerar os dividendos como uma forma de contrabalancear o desempenho auferido pelo acionista com o retorno obtido por ele na valorização ou desvalorização da ação da empresa em um horizonte de curto prazo.

Tabela 39 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 18 – Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente

Soma dos pontos	194
Média	1,87
Mediana	2
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,92
Desvio-padrão	1,39

A questão 19, também se relaciona com os detentores de ações da empresa. Nela, foi perguntado aos gestores se, na definição da política de dividendos da empresa, eram consideradas as fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista. Isso porque, a distribuição de lucros na forma de dividendos pode não ser tão desejada pelos acionistas se eles não tiverem à sua disposição fontes alternativas de investimentos que ofereçam retornos compatíveis com o que eles poderiam obter com o reinvestimento dos lucros na própria empresa. A Tabela 40 apresenta a distribuição de frequência da variável 19.

Tabela 40 – Distribuição de frequência da variável 19: Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	19	17	20	38	10
Distrib. Frequência Acumulada	19	36	56	94	104
Frequência Relativa	18,3%	16,3%	19,2%	36,5%	9,6%
Frequência Relativa Acumulada	18,3%	34,6%	53,8%	90,4%	100,0%

Conforme as respostas dos gestores reunidas na Tabela 40, observa-se que há uma predominância na categoria relativamente importante. Apenas 10 respondentes do questionário (ou 9,6%) afirmaram que as demais opções de investimento à disposição dos acionistas da empresa exercem uma maior influência nas suas decisões de

dividendos. As categorias de escore 0, 1 e 2, somadas, reuniu 53,8% do total das observações. O histograma do Gráfico 19 fornece uma representação visual das respostas da questão 19.

Gráfico 19 – Histograma da variável 19: Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista

O histograma da variável 19 mostra que não há um consenso sobre o grau de importância atribuído aos gestores brasileiros às fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista. Essa observação visual é confirmada pelos dados da Tabela 41. A mediana situa-se na categoria de escore 2 (nem importância, nem sem importância). A moda refere-se à categoria de escore 3 (relativamente importante). A variância de 1,66 pontos e o desvio-padrão de 1,29 pontos estão entre os mais altos dentre todas as variáveis deste estudo. No entanto, a soma dos pontos obtida para a questão 19 (211) é a quinta mais baixa dentre as vinte questões desta pesquisa.

Os resultados obtidos com as respostas para a variável 19 parecem fornecer indícios de que os gestores não são fortemente influenciados pelas alternativas de investimentos à disposição dos acionistas da empresa quando precisam decidir se vão devolver os lucros gerados nas suas operações ou reinvesti-los na empresa. O que pode justificar esse comportamento é o fato de que, no Brasil, sempre existiram fontes alternativas de investimento à renda variável. Isso porque, as aplicações de renda fixa em geral sempre ofereceram retornos elevados quando comparados aos baixos riscos, devido às altas taxas de juros básicas presentes na economia brasileira em comparação aos países desenvolvidos desde longa data.

Tabela 41 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 19 – Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista

Soma dos pontos	211
Média	2,03
Mediana	2
Moda	3
Intervalo	4
Variância	1,66
Desvio-padrão	1,29

Por fim, a questão 20 buscou levantar o grau de importância atribuído aos gestores, em suas decisões relativas aos dividendos, ao retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno oferecido pela empresa. Se os gestores financeiros se pautarem pela maximização da riqueza do acionista, conforme pregado pela literatura de finanças como sendo o objetivo da empresa, o retorno que a empresa oferece aos seus proprietários deveria ser um dos principais norteadores da política de dividendos. Os resultados da distribuição de frequência da variável 20 estão apresentados na Tabela 42.

Tabela 42 – Distribuição de frequência da variável 20: Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa

	Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
Distribuição de Frequência	10	9	16	33	36
Distrib. Frequência Acumulada	10	19	35	68	104
Frequência Relativa	9,6%	8,7%	15,4%	31,7%	34,6%
Frequência Relativa Acumulada	9,6%	18,3%	33,7%	65,4%	100,0%

De acordo com os dados da Tabela 42, dentre as três variáveis contidas nessa pesquisa relativas aos fatores relacionados aos acionistas (questões 18, 19 e 20), o retorno exigido pelos proprietários da empresa em relação àquilo que é realmente obtido pela empresa é o fator que mais influencia a decisão do índice de *payout*. Quando somadas as duas categorias de maior grau de importância dentre as possíveis respostas do questionário, “relativamente importante” (33 observações) e “muito importante” (36 observações), receberam 66,3% das respostas ($69/104 = 66,3\%$), um índice maior do que os das duas variáveis anteriores. O histograma da 20ª variável desta pesquisa está apresentado no Gráfico 20.

Gráfico 20 – Histograma da variável 20 – Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa

As medidas de dispersão e de tendência central, que complementam as análises da variável 20, estão apresentadas na Tabela 43. Nela, observa-se que a soma dos pontos para essa variável (284) é maior do que as das variáveis 18 (194) e 19 (211) que também analisaram fatores relacionados aos acionistas. A média, a mediana e a moda da variável 20 também são maiores do que as duas anteriores e o desvio-padrão e a variância é mais baixa que as variâncias das variáveis 18 e 19.

Tabela 43 – Medidas de tendência central e dispersão da variável 20: Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa

Soma dos pontos	284
Média	2,73
Mediana	3
Moda	4
Intervalo	4
Variância	1,65
Desvio-padrão	1,29

Os resultados da variável 20 mostram que parte dos gestores empresariais parecem estar cientes do papel que os dividendos exercem na geração de riqueza para o acionista, e levam em consideração esse fator no momento de decidir sobre a retenção ou devolução dos lucros. Os dividendos e os ganhos obtidos com a valorização das ações formam o retorno total auferido pelos acionistas. Assim, as análises cruzadas das variáveis 18 e 20 fornecem evidências de que os gestores atribuem uma carga de importância relativamente maior ao retorno exigido pelos acionistas em relação ao que a

empresa lhe oferece do que o ganho ou perda obtido pelo acionista com a ação da empresa recentemente. Isso parece mostrar que os gestores possuem alguma medida de retorno exigido pelo acionista ou conseguem estimar de alguma forma o custo do capital próprio, e se atem a ele, mais do que ao desempenho recente da ação da companhia.

Tabela 44 – Resumo das distribuições de frequência das variáveis do questionário

Variáveis		Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante, nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante
1	Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.	2	4	10	34	54
2	Estatuto social da companhia.	2	0	3	23	76
3	Disponibilidade de caixa para distribuição de lucros.	2	4	1	18	79
4	Orçamento para o próximo exercício social.	2	3	6	23	70
5	Novas oportunidades de investimentos futuros.	2	4	3	34	61
6	Expectativa de lucros futuros.	4	8	17	33	42
7	Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.	7	17	14	42	24
8	Efeito da inflação na formação do lucro contábil.	23	20	28	20	13
9	Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.	9	10	13	40	32
10	Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.	3	10	12	46	33
11	Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).	10	4	14	38	38
12	Grau de consolidação da empresa no seu setor.	16	10	20	34	24
13	Grau de estabilidade dos lucros da empresa.	5	8	10	54	27
14	Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).	14	9	17	44	20
15	Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.	29	18	26	27	4
16	Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.	23	22	25	28	6
17	Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.	10	11	17	41	25
18	Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.	26	13	24	27	13
19	Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.	19	17	20	38	10
20	Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.	10	9	16	33	36

Sintetizando os resultados das distribuições de frequência, a Tabela 44 apresentada anteriormente fornece um mapa visual com as observações de cada uma das 20 variáveis inseridas no questionário desta pesquisa em que as respostas foram

coletadas usando uma escala de Likert. As medidas de tendência central e de dispersão dos 20 fatores relativos à decisão de dividendos desta pesquisa estão resumidas na Tabela 45.

Tabela 45 – Resumo das medidas de dispersão e de tendência central das variáveis do questionário

Variável		Soma dos pontos	Média	Mediana	Moda	Intervalo	Variância	Desvio-padrão
1	Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.	342	3,29	4	4	4	0,87	0,93
2	Estatuto social da companhia.	379	3,64	4	4	4	0,52	0,72
3	Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.	376	3,62	4	4	4	0,72	0,85
4	Orçamento para o próximo exercício social.	364	3,50	4	4	4	0,78	0,88
5	Novas oportunidades de investimentos futuros.	356	3,42	4	4	4	0,77	0,88
6	Expectativa de lucros futuros.	309	2,97	3	4	4	1,23	1,11
7	Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.	267	2,57	3	3	4	1,45	1,20
8	Efeito da inflação na formação do lucro contábil.	188	1,81	2	2	4	1,75	1,32
9	Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.	284	2,73	3	3	4	1,54	1,24
10	Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.	304	2,92	3	3	4	1,08	1,04
11	Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).	298	2,87	3	3-4	4	1,52	1,23
12	Grau de consolidação da empresa no seu setor.	248	2,38	3	3	4	1,83	1,35
13	Grau de estabilidade dos lucros da empresa.	298	2,87	3	3	4	1,09	1,04
14	Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).	255	2,45	3	3	4	1,63	1,28
15	Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.	167	1,61	2	0	4	1,56	1,25
16	Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.	180	1,73	2	3	4	1,54	1,24
17	Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.	268	2,58	3	3	4	1,53	1,24
18	Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.	194	1,87	2	3	4	1,92	1,39
19	Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.	211	2,03	2	3	4	1,66	1,29
20	Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.	284	2,73	3	4	4	1,65	1,29

Após apresentados os resultados das 20 variáveis do questionário que tiveram como objetivo levantar o grau de importância de cada um dos fatores da política de dividendos das empresas, foram incluídas mais cinco questões que tiveram como objetivos analisar alguns aspectos complementares. A questão 21 é uma questão aberta

e perguntou aos gestores das companhias se, além dos 20 fatores incluídos no instrumento de coleta de dados, existe algum outro fator que é levado em consideração na decisão de destinação do lucro da empresa. Das 104 empresas da amostra, apenas 8 delas apontaram fatores não incluídos no questionário. As respostas dessas 8 empresas são apresentadas na íntegra na Tabela 46.

Tabela 46 – Respostas da questão 21: Outros fatores levados em consideração na decisão de dividendos

1	Fatores ligados a decisão de um programa de recompra de ações.
2	Requerimentos de capital pelo regulador.
3	Compromisso junto aos controladores.
4	Como boa parte da diretoria faz parte do grupo controlador da Companhia, por uma política da empresa, tem nos dividendos sua principal forma de remuneração, fazendo com que a remuneração fixa/variável seja pequena.
5	<i>Payout</i> aproximado de 75% do lucro líquido do exercício após a constituição das reservas legais.
6	Analizamos o retorno dos projetos, e caso não tenhamos um projeto que irá dar retorno ao acionista significativo, optaremos pela distribuição do caixa em excesso. Note, sempre buscamos bom projetos com bom retorno para o acionista e até hoje não foi necessário essa distribuição de dividendos (<i>sic</i>) adicional. Mas se um dia não tivermos bom projetos para investir, sem dúvida é melhor devolver o caixa em excesso para a operação. A destinação de lucros acumulados é claramente disponibilizada para os acionistas no Orçamento de Capital, anualmente divulgado.
7	A empresa tem como objetivo definido na política de endividamento estar no primeiro quartil das empresas privadas do setor elétrico com maior <i>rating</i> . Este objetivo é levado em consideração na decisão de dividendos, através de análises prévias do impacto dos dividendos nos indicadores observados pelas agências de <i>rating</i> .
8	Planejamento tributário - utilização do mecanismo de Juros sobre Capital Próprio.

As respostas 1 e 8 relacionam-se mais à forma de devolução de lucros aos acionistas, se por meio de pagamentos de dividendos, Juros sobre Capital Próprio, recompra de ações ou bonificações do que propriamente quanto à definição do volume de lucros a serem distribuídos. Para se capturar esse aspecto da decisão de dividendos, foi incluída uma questão específica no instrumento de coleta de dados (questão 23) que será analisada posteriormente. Já as respostas 3, 4 e 5 parecem ser muito específicas da empresa e não justificaria a criação de perguntas que objetivariam levantar esses tipos de fatores tão particulares.

Ainda analisando as respostas apresentadas na Tabela 46, observa-se que alguns dos fatores apresentados já estavam contemplados nas 20 questões fechadas do questionário. O texto da resposta de número 6 da Tabela 46 pode ser resumido no fator 5 do questionário – novas oportunidades de investimentos futuros. Já o fator encontrado na resposta 7, por exemplo, é o mesmo da variável 10 (manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital).

A pergunta 22 do questionário solicitava aos gestores responderem se os diversos fatores envolvidos na decisão de dividendos eram levados em consideração de maneira simultânea ou se havia um ordenamento dos fatores em ordem de importância, sendo considerados prioritariamente os mais relevantes. O objetivo da inclusão dessa pergunta foi o de verificar se as variáveis da política de dividendos possuem ou não uma espécie de ranqueamento. Das 104 empresas respondentes, 53 delas afirmaram que os fatores são considerados de maneira simultânea, sem grau de importância e 51 disseram ordenar os fatores de acordo com o grau de importância estabelecidos por elas.

A 23ª pergunta do questionário teve como objetivo verificar qual a forma de devolução de fundos aos acionistas que a empresa tem utilizado ultimamente entre dividendos, Juros sobre Capital Próprio, recompra de ações e bonificações em ações. Naturalmente, uma empresa pode optar entre quaisquer uma dessas opções ou usar duas ou mais delas simultaneamente. Os resultados mostraram que apenas 3 das 104 empresas da amostra (2,9% do total de respondentes) usaram todas as quatro formas de devolução de fundos aos acionistas; 6 empresas (5,8%) disseram ter usado de dividendos, JSCP e recompra de ações para devolver recursos aos seus acionistas; 2 empresas (1,9%) optaram por pagar dividendos, JSCP e bonificações. Apenas uma empresa combinou dividendos, com recompra de ações e com bonificação nos últimos anos para devolver fundos aos seus proprietários. Também uma única empresa combinou dividendos com bonificações. Outra empresa isolada usou somente recompra de ações para distribuir dinheiro aos acionistas nos últimos anos.

O pagamento de dividendos combinado a programas de recompra de ações foi utilizado recentemente por 5 empresas da amostra (4,8%). Duas empresas disseram ter devolvido recursos aos acionistas usando ora o pagamento de JSCP ora Recompra de ações. O pagamento de JSCP como única forma de devolução de recursos aos acionistas foi preferido por 6 empresas da amostra (5,8%). As formas mais utilizadas pelas empresas brasileiras para devolver fundos aos seus acionistas foram, em primeiro lugar, a combinação de dividendos com JSCP, preterido por 47 empresas da amostra (45,2%) seguida pelo pagamento único e exclusivamente de dividendos, opção seguida por 30 empresas da amostra (28,8%).

A questão 24 do instrumento de coleta de dados desta pesquisa teve como objetivo verificar a periodicidade de pagamento de devolução de fundos utilizada pelas empresas brasileiras de capital aberto. Das 104 empresas respondentes, 61 delas (58,7% da amostra) disseram pagar dividendos apenas uma vez por ano, por ocasião do encerramento das demonstrações contábeis anuais. A segunda periodicidade mais utilizada é a semestral, opção utilizada por 22 empresas da amostra (21,2% do total). Os pagamentos trimestrais têm sido utilizado por 13 empresas (12,5%) dentre as 104 que responderam a esta pesquisa. Os pagamentos mensais e os pagamentos quadrimestrais receberam 3 respostas cada um. Por fim, duas empresas disseram preferir outra periodicidade não sendo enquadrada em nenhuma das opções anteriores. Uma delas não especificou qual seria essa periodicidade, enquanto que a outra disse não existir uma data fixa para distribuição de lucros aos acionistas.

A última pergunta do questionário não era de resposta obrigatória. A pergunta 25 solicitava que o respondente do questionário informasse o cargo que ocupava na empresa no momento em que o questionário estava sendo respondido. A inclusão dessa pergunta objetivou verificar se o instrumento de coleta de dados desta pesquisa havia sido respondido por uma pessoa ou por um grupo de pessoas que realmente esteve envolvida(o) com a definição da política de dividendos da companhia. Essa pergunta foi incluída para que se pudesse verificar a validade das respostas, de maneira a conferir uma maior credibilidade às análises e conclusões delas extraídas e apresentadas neste capítulo.

Das 104 empresas que retornaram o questionário devidamente preenchidos, apenas 4 delas não responderam a última pergunta. As respostas das demais 100 empresas estão listadas na Tabela 47, ordenadas em ordem de data de recebimento do questionário respondido, na forma exata como essa pergunta foi respondida no instrumento de coleta de dados.

Tabela 47 – Cargos exercidos pelos respondentes do questionário

01. Diretor de Relações com Investidores
02. Analista de relações com investidores
03. Gerente de Controladoria
04. Gerente de Relações com Investidores
05. Diretor Administrativo Financeiro
06. Diretor Superintendente e de Relações com Investidores
07. Diretor Adm. Financeiro
08. Gerente Geral de Relações com Investidores
09. <i>Head</i> de Relações com Investidores.
10. Gerente de Relações com Investidores
11. Gerente Executiva
12. Diretor vice-presidente
13. RI
14. Diretor de Finanças e Relação com Investidores
15. Gerente de Relacionamento com Investidores e com Mercado Financeiro
16. Sócio e membro do conselho de administração
17. Coordenador de RI
18. Diretor Presidente
19. DRI
20. CFO
21. GERENTE DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES
22. Analista de RI
23. Analista de RI.
24. Gerente de Governança Corporativa
25. Superintendente de Relações com Invesidores
26. Gerente de Relações com Investidores
27. Diretor de Relações com Investidores
28. Diretor Presidente
29. Superintendente
30. Gerente de Relações com Investidores e Novos Negócios
31. Coordenador de Relações com Investidores
32. Diretor
33. <i>Controller</i>
34. Diretora de Relações com o Mercado
35. Especialista em Relações com Investidores
36. Gerente de Relações com Investidores
37. Diretor FInanceiro e RI
38. Diretor de Controladoria e RI
39. Diretor Financeiro e de Relação com Investidores
40. Relações com Investidores- Gerente
41. CFO
42. Diretor Financeiro e de RI
43. Analista de Relações com Investidores

Continuação da Tabela 47 – Cargos exercidos pelos respondentes do questionário

44. Gerente de Relações com Investidores
45. Relações com Investidores
46. Assessor de Relações com Investidores
47. Vice Presidente Executivo e RI
48. Gerente de Planejamento Financeiro e de Relação com Investidores
49. Diretor financeiro/relações com investidores
50. Superintendente de Relações com Investidores
51. Analista de RI
52. Analista de Relações com Investidores
53. Diretor financeiro
54. Analista de Relações com Investidores
55. DRI
56. CEO
57. Diretor de Relações com Investidores
58. Presidente
59. Superintendencia de Relações com Investidores
60. Gerente de Contabilidade
61. Ger. RI
62. Diretor de Relações com Investidores
63. Gerente Geral de controladoria
64. Presidente do Conselho
65. Gerente de Relações com Investidores
66. Diretor Financeiro
67. Chefe de relações com investidores
68. Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente
69. Respostas coletadas junto ao Diretor de Relações com Investidores e Gerente de Relações com Investidores
70. Gerente de Controladoria
71. Diretor presidente
72. Especialista de R.I.
73. Gerente Controladoria Corporativa
74. Departamento de Relações com Investidores
75. Diretor-Superintendente e de Relações com Investidores
76. Gerente Financeiro
77. Diretor de Relações com Investidores
78. DRI
79. DIRETOR VP RI
80. Analista de Relações com Investidores
81. Gerente de Relações com Investidores
82. Coordenador de Relações com Investidores
83. Diretor Comercial, Administrativo e Financeiro
84. Diretor Executivo
85. Relações com Investidores
86. Analista Relações com Investidores

Continuação da Tabela 47 – Cargos exercidos pelos respondentes do questionário

87. Coordenador de Contabilidade
88. GERENTE DE RELACOES COM INVESTIDORES
89. Diretor Financeiro
90. Assessor de RI
91. Gerente RI
92. Gerente de Relações com Investidores
93. Gerente de RI
94. Analista financeiro na área de RI
95. Analista de RI
96. Analista de RI
97. Gerente de Relações com Investidores
98. CFO
99. Gerente de Relações com Investidores
100. Gerente RI

Como pode ser observado na Tabela 47, a maioria dos respondentes do questionário desta pesquisa eram responsáveis pelo departamento de relações com investidores das companhias. Esses profissionais geralmente são diretores ou gerentes financeiros que exercem a função de se relacionar com os investidores. Além disso, observa-se também que muitos questionários foram respondidos por CFO (*chief executive officer*), contadores, *controllers*, diretores vice-presidentes e presidentes. Entende-se que esses profissionais teriam totais condições de realmente estarem cientes dos fatores que foram levados em consideração pelas suas empresas no momento da decisão de destinação dos lucros.

Esta seção apresentou a distribuição de frequência para as 20 variáveis desta pesquisa, mais as 5 variáveis complementares. No entanto, os dados coletados no questionário aplicado às empresas brasileiras de capital aberto tem um segundo objetivo, que é o de fornecer as bases para a proposição de um modelo de apoio à decisão de dividendos, que será apresentado no próximo capítulo.

6. O MODELO DE APOIO À DECISÃO DE DIVIDENDOS

Neste capítulo será apresentado o modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros empresariais proposto por este trabalho. Martins e Theóphilo (2007, p. 29) afirmam que não é único o conceito de modelo, cuja significação dependerá da finalidade com que será utilizado este termo. Para os autores, dentre as principais funções de um modelo estão a função seletiva, que permite que fenômenos complexos sejam visualizados e compreendidos, a função organizacional, que corresponde à classificação dos elementos da realidade segundo um determinado esquema e a função normativa, que permite que os modelos façam prescrições. Como a proposta deste trabalho é apresentar uma árvore de apoio à decisão de dividendos que segue essas características, o termo modelo será amplamente utilizado neste trabalho.

O modelo de apoio à decisão de dividendos aqui proposto parte da premissa de que a decisão sobre a distribuição ou retenção de lucros deve ser iniciada pela ótica da capacidade de geração de riqueza por parte da empresa. Isso porque, do ponto de vista financeiro, uma empresa deve ter como objetivo principal a busca da maximização da riqueza do acionista. Obviamente, uma empresa possui outros objetivos além do financeiro. O importante papel social que toda organização empresarial exerce em uma economia, dentre eles a geração de empregos, o desenvolvimento de novas tecnologias, a arrecadação de tributos que posteriormente serão revertidos para a sociedade entre outros benefícios sociais não podem ser ignorados. No entanto, este trabalho tem como objeto de estudo as finanças corporativas e, sob essa perspectiva, o objetivo fim de uma organização com finalidades lucrativas é a geração de riqueza para o acionista.

Dessa forma, a lógica do modelo proposto é a de que toda a análise do processo de decisão sobre os dividendos deve ser norteadada pela verificação da capacidade que a empresa tem de remunerar o capital do acionista de acordo com o retorno mínimo exigido por ele, dado o risco do negócio. Ao comparar o retorno sobre o capital próprio (ou *return on equity* – ROE) com o custo de oportunidade do capital próprio (ou *cost of equity* – K_e), o modelo avalia primeiramente a geração de valor econômico ao acionista: se a empresa foi eficiente na sua missão de agregar valor à riqueza do acionista, tendo um ROE maior que o K_e , faz sentido a empresa desejar reter todo o lucro gerado nas

suas operações, ou parte dele. Ao contrário, se a empresa não obteve êxito em sua missão de adicionar valor econômico ao capital do acionista, obtendo um ROE menor que o K_e , não se justifica, a princípio, a decisão de reinvestir o lucro apurado pela empresa.

Dessa forma, a lógica do modelo aqui proposto é condizente com a teoria financeira de que investidores racionais tendem a buscar a maximização da sua riqueza. Mas, ela diverge do modelo de dividendos residuais. O MDR parte da premissa de que todo o lucro da empresa deve ser, a princípio, reinvestido na companhia e somente deve ser devolvido ao acionista aquela parte do lucro não utilizada pela empresa, caso sobre algum “resíduo”. No entanto, acredita-se que essa premissa não se justifica do ponto de vista da geração de valor econômico ao acionista. Ao pregar que todo o lucro gerado pela empresa deva ser retido por ela, o MDR não procura analisar se essa empresa está sendo eficiente no seu objetivo primário, que é a maximização da riqueza do acionista.

Os gestores de uma empresa que não oferece um retorno sobre o patrimônio líquido maior do que o custo do capital próprio, não agregando valor econômico ao acionista, não deveriam ter o poder de decidir reter todo o lucro. Se essa empresa em questão tiver projetos de investimentos futuros com valor presente líquido positivo e se os acionistas da empresa confiarem nas premissas dos gestores e quiserem, dessa forma, reinvestir o lucro na empresa, eles podem manifestar essa decisão na assembleia geral ordinária em que esse assunto estiver sendo discutido e fazer valer a sua vontade.

Outro ponto a ser ressaltado é que o MDR parece se valer da lógica do *Pecking Order Theory*, proposta inicialmente por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), de que o lucro gerado internamente é a fonte de capital mais rápida e acessível para a empresa. O modelo aqui proposto não compartilha diretamente desse raciocínio. Isso porque, em última instância, o lucro retido na empresa nada mais é do que capital pertencente ao acionista. De acordo com as teorias de risco e retorno apresentada pelos estudos de Finanças, devido ao maior grau de risco incorrido pelo acionista quando aplica seu dinheiro na empresa, o seu custo do capital deve ser maior do que o custo do capital de terceiros (credores).

Portanto, ignorando-se o custo de emissão de ações, entende-se que a decisão de reter lucros é similar à decisão de captar mais recursos do acionista, já que isso aumenta a proporção de patrimônio líquido na estrutura de capital da companhia. Ao aumentar a porcentagem de capital próprio com a retenção sistemática de lucros, a empresa estaria paulatinamente deslocando a sua estrutura de capital para um ponto de maior custo médio ponderado de capital. Como a média ponderada dos custos de capital é geralmente utilizada como taxa de desconto para se obter o valor presente dos fluxos de caixa livres do acionista e, assim, determinar o valor justo de uma ação, quanto maior essa taxa, menor seria a medida de valor justo da ação da empresa, que é um parâmetro muito utilizado por investidores no mercado de capitais.

Para ilustrar, suponha-se que uma empresa lucrativa do ponto de vista contábil (receitas e ganhos maiores que custos, despesas e perdas apurados pelo regime de competência) apresente um retorno sobre o patrimônio líquido menor do que o custo de oportunidade do capital do acionista. Se essa empresa reinvestir sistematicamente todo o seu lucro, permanecendo todas as demais variáveis constantes, ela estará aumentando o valor do seu Patrimônio Líquido (PL) sistematicamente. Um aumento do PL eleva o denominador do ROE ($ROE = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$). Assim, mantido o lucro líquido constante ao longo do tempo, o ROE será cada vez menor. Portanto, uma empresa lucrativa, que possui ROE menor que o K_e e que reinveste todo o lucro, estará destruindo cada vez mais a riqueza do acionista.

Apresentando esse raciocínio com um exemplo numérico, considere uma empresa que apura um lucro líquido de \$ 100.000,00 todos os anos. Como a empresa é lucrativa do ponto de vista contábil, o seu proprietário decide reinvestir todo o lucro gerado nas operações da empresa todos os anos. Como o lucro retido fica registrado na conta reserva de lucros, dentro do patrimônio líquido, o valor do PL cresce \$ 100.000 todo o ano, conforme apresentado na Tabela 48. Mantidas todas as demais contas contábeis inalteradas, o ROE da empresa cai ano a ano, aumentando a destruição de riqueza do acionista.

Tabela 48 – Destruição da riqueza do acionista pelo reinvestimento do lucro

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 10
Lucro Líquido	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000
Taxa de reinvestimento do lucro líquido	100%	100%	100%	100%	100%
Patrimônio Líquido	\$ 500.000	\$ 600.000	\$ 700.000	\$ 800.000	\$ 1.400.000
ROE (Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido)	20%	16,67%	14,29%	12,5%	7,14%
KE	18% aa	18% aa	18% aa	18% aa	18% aa
ROE – KE	2% aa	– 1,33%	– 3,71%	– 5,5%	– 10,86%

A destruição da riqueza do acionista pela decisão de reinvestimento dos lucros apresentada na Tabela 48 ocorre porque o lucro contábil não é um bom parâmetro para a decisão de dividendos, uma vez que não leva em consideração o custo do capital do proprietário da empresa e, consequentemente, a geração de valor econômico. No entanto, o lucro contábil é o parâmetro base do Modelo de Dividendos Residuais. Como todo o lucro gerado internamente nas operações da empresa pertence, em última instância, aos acionistas da companhia, entende-se que a decisão de reinvesti-lo nas próprias operações da empresa deve ser justificada somente pela geração de riqueza que a empresa promove aos proprietários desse lucro. Caso contrário, o lucro deveria ser devolvido aos acionistas, uma vez que o retorno ao acionista não superaria o custo de oportunidade do seu capital.

Assim, entende-se que todo o processo de decisão de destinação dos lucros deve ser iniciado com a verificação da geração de valor econômico ao acionista. Se a empresa tem conseguido investir sistematicamente os recursos captados junto aos credores e acionistas em projetos que possuem valor presente líquido (ou *net present value* – NPV) positivo, ela estará sendo eficiente no seu objetivo de geração de valor econômico. Concentrando essa análise sob a ótica dos proprietários, se a empresa conseguir investir os recursos dos acionistas em projetos que ofereçam um retorno ao acionista superior ao seu custo, a empresa terá atingido o objetivo de gerar valor econômico ao acionista.

Com base em tudo que foi exposto até aqui, o modelo de apoio à decisão de dividendos é dividido em dois grandes ambientes. Um deles será chamado de “ambiente de retenção de lucros” enquanto o outro será denominado “ambiente de distribuição de lucros”. O que direciona a decisão dos dividendos para um ou outro ambiente é a geração de valor econômico ao acionista.

6.1. O ambiente de retenção de lucros

Conforme preconizado pela literatura de finanças, o pressuposto básico da decisão de investimento é que um investimento só deve ser aceito se o retorno por ele oferecido for superior ao custo do capital levantado junto a terceiros ou aos acionistas para financiá-lo. Expandindo esse raciocínio e entendendo que uma empresa é a soma de todos os seus projetos de investimento, a decisão de reter lucros para reinvesti-lo nos projetos da empresa só se justifica se o retorno desses projetos for maior do que o custo desses lucros retidos.

Dessa forma, o modelo de apoio à decisão de dividendos inicia-se com a pergunta descrita na caixa de interrogação nº 2 na Figura 2 (apresentada nas páginas seguintes): Houve geração de valor econômico ao acionista? Em outras palavras, poderia se expressar essa pergunta da seguinte forma: O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) oferecido pela empresa no ano corrente foi superior ao custo do capital dos acionistas (K_e)? Se a resposta a essa pergunta inicial for sim, a árvore de decisão do modelo direcionará o decisor ao chamado ambiente de retenção de lucros. Nesse ambiente, a decisão de reinvestir todo o lucro gerado pelas operações da companhia é inicialmente justificada devido à geração de valor econômico que a empresa propiciou aos seus acionistas no ano corrente.

Ao contrário, se a resposta à pergunta inicial for negativa, indicando que o retorno sobre o patrimônio líquido oferecido pela empresa no ano corrente foi inferior ao custo do capital dos acionistas, o modelo conduzirá o decisor ao chamado ambiente de distribuição de lucros. Nesse ambiente, a decisão de reinvestimento de lucros não pode ser justificada, uma vez que não houve geração de valor econômico ao acionista no exercício social encerrado naquele momento. Se a empresa não foi eficiente em oferecer um retorno ao acionista maior do que o retorno mínimo por ele exigido, o proprietário do capital deve ter, a princípio, o direito de receber da empresa a parte do lucro por ela gerado que lhe pertence. No entanto, tanto no ambiente de retenção de lucros, quanto no ambiente de distribuição de lucros, diversos outros fatores serão analisados para se chegar à decisão final de destinação dos resultados, como será apresentado no decorrer deste capítulo. A definição dos dois grandes ambientes não esgota a decisão de dividendos, apenas a inicia.

Figura 2 – O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros

Continuação da Figura 2 – O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros.

Continuação da Figura 2 – O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros.

Continuação da Figura 2 – O modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros.

A verificação da geração de valor econômico ao acionista é o primeiro aspecto do modelo de decisão de dividendos aqui proposto que se diferencia do Modelo de Dividendos Residuais. No MDR, o valor dos dividendos é obtido pela diferença entre o lucro líquido do período e o montante de capital necessário para financiar o orçamento da companhia multiplicado pelo índice alvo de capital próprio. No modelo aqui proposto, primeiro deve se verificar se os gestores possuem uma justificativa válida para propor a retenção dos lucros na empresa, partindo-se do ponto de vista da maximização da riqueza do acionista.

No instrumento de coleta de dados apresentado no capítulo 5 deste trabalho, foram incluídas três perguntas com o objetivo de se verificar se, na prática, os gestores das empresas brasileiras de capital aberto se preocupam com os interesses dos seus acionistas nas suas decisões de dividendos. São elas as questões de número 18, 19 e 20. Na 20ª questão, perguntou-se diretamente aos gestores se eles levam em consideração, nas suas decisões relativas aos dividendos, o retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno oferecido pela empresa.

As respostas mostraram que, apesar de as duas categorias de maior importância dentre as possíveis respostas do questionário ter recebido, quando somadas, 66,3% das respostas, 9,6% das empresas respondentes afirmaram não considerar a geração de valor ao acionista em suas decisões de dividendos, 8,7% dos respondentes da amostra atribuíram baixa importância a esse fator enquanto 15,4% afirmaram ser indiferentes à questão do retorno exigido pelos acionistas em relação aos retornos gerados pela empresa. Quando somadas, essas três categorias de menor grau de importância representaram mais do que 1/3 (33,7%) das respostas das empresas da amostra deste estudo. Por isso, acredita-se que a utilização do modelo de dividendos aqui proposto será importante no auxílio à tomada de decisões de destinação do lucro sob a ótica dos interesses dos acionistas.

Assim, se a resposta à pergunta inicial do modelo de apoio à decisão de dividendos for positiva, indicando que o retorno sobre o patrimônio líquido foi maior do que o custo do patrimônio líquido no ano corrente, a árvore de decisão será direcionada ao ambiente de retenção de lucros (figura 2, parte 3). Nesse ambiente, o pressuposto básico que norteará as decisões de dividendos é o de que todo o lucro gerado pela

empresa no ano corrente pode ser reinvestido nas próprias operações da empresa, uma vez que há uma justificativa válida a ser oferecida aos acionistas para essa decisão de retenção: os gestores empresariais foram eficientes nas suas decisões de investimentos, auferindo uma rentabilidade superior ao custo de oportunidade do capital dos acionistas.

Mas, o fato de a empresa ter adicionado valor econômico aos acionistas no ano corrente, não necessariamente significa que ela conseguirá repetir isso no exercício social seguinte. Por isso, o orçamento de capital do próximo ano deve ser analisado no momento da decisão de distribuição ou reinvestimento dos lucros. Além disso, os aspectos da legislação brasileira não podem ser desconsiderados das decisões de dividendos, nem tampouco o deslocamento da estrutura de capital que a decisão de distribuição de dividendos implica. Esses e outros aspectos também deverão ser levados em consideração pelo modelo, mas, seguindo uma ordem lógica. Por isso, primeiramente deve ser analisado os aspectos legais envolvidos com a decisão de dividendos.

No ambiente de retenção de lucros, depois de constatado que a empresa agregou valor econômico ao acionista, a caixa de interrogação nº 3 da Figura 2 questiona se o estatuto social da empresa é omissivo em relação ao percentual de distribuição de dividendos a ser pago no encerramento de cada exercício social. Se a resposta para essa pergunta for positiva, a empresa estará obrigada a distribuir metade do lucro líquido do exercício menos a constituição de algumas reservas conforme previsto no artigo 202 da Lei 6.404/76. A natureza dessas reservas foi apresentada e discutida no capítulo 3 deste trabalho. Essa resposta do modelo é representada pela caixa de saída nº 4, da Figura 2.

O questionário aplicado às empresas brasileiras de capital aberto, apresentado no capítulo 5, buscou verificar tanto o grau de importância atribuído pelos gestores dessas companhias à legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório (questão nº 1) quanto a importância que o estatuto social exerce sobre as decisões de destinação dos lucros (questão nº 2). Com relação aos aspectos legais, as respostas mostraram que 84,6% das empresas (88/104) atribuíram o grau de “relativamente importante” ou “muito importante” para esse fator da decisão de dividendos. Além disso, 95,2% das empresas (99/104) afirmaram que as cláusulas do estatuto social da companhia são “relativamente importante” ou “muito importante” no momento da definição sobre a

destinação dos lucros. Isso parece evidenciar que, na prática, os gestores das empresas brasileiras da amostra desta pesquisa estão mais atentos aos aspectos legais e estatutários envolvidos com as decisões de dividendos do que questões como a maximização da riqueza do acionista.

A caixa de saída nº 4, conforme apresentada anteriormente, fornece apenas um parâmetro de volume de dividendos a ser distribuído aos acionistas – metade do lucro líquido menos os ajustes previstos em Lei. De maneira complementar, ela remete à caixa de saída nº 12, que discorre sobre a forma de distribuição de dividendos. A apresentação de formas de distribuição de dividendos, embasadas na teoria de finanças e nos resultados de pesquisas empíricas, também é uma das particularidades do modelo aqui proposto que o diferencia do Modelo de Dividendos Residuais. Como até aqui a decisão de dividendos está situada no ambiente de retenção de lucros, em que houve geração de valor econômico aos acionistas no ano corrente, sugere-se que a forma de devolução de fundos aos acionistas neste caso seja, preferencialmente, a recompra de ações.

Conforme apresentado no capítulo 2 deste trabalho, os programas de recompra de ações (PRA) representam uma forma alternativa de a empresa devolver recursos aos seus acionistas que enviam um sinal ao mercado de capitais diferente do pagamento de dividendos. Alguns estudos empíricos apresentados mostraram que as recompras de ações geralmente enviam um sinal de confiança dos gestores sobre o futuro da companhia. Nos Estados Unidos, Dann (1991), Comment e Jarrell (1991) e Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995), por exemplo, observaram retornos anormais positivos para o preço das ações após anúncios de programas de recompra de ações.

No Brasil, Gabrielli e Saito (2003) encontraram um retorno anormal acumulado médio de 3,48% desde a data do anúncio do PRA até o término do prazo de três meses previsto para a recompra. Esse aumento no valor da ação promovido por um PRA pode, inclusive, ser usado como forma de se evitar uma aquisição hostil (*takeover*) quando o valor das ações estiver muito abaixo do seu valor justo. Outro benefício dos PRA foi apresentado por Nascimento e Nossa (2010). Os autores mostraram que a redução do fluxo de caixa disponível aos administradores promovida pelos programas de recompra de ações era capaz de reduzir os conflitos de agenciamento.

Além disso, acredita-se que as recompras de ações sejam mais democráticas que o pagamento de dividendos, uma vez que em um PRA apenas os acionistas insatisfeitos com o desempenho das ações da empresa as revendem para a companhia. Os acionistas que estão satisfeitos pelo fato de, por exemplo, a empresa estar sendo eficiente na geração de valor econômico adicionado, podem simplesmente não vender suas ações para a empresa e ver o lucro gerado pela companhia ser reinvestido no negócio. Há, portanto, uma liberdade de escolha do acionista. Todos esses fatores justificam a resposta oferecida pelo modelo na caixa de saída n° 12, que será o mesmo *output* oferecido em duas outras situações que serão apresentadas a seguir.

Com o objetivo de se levantar a quantidade de empresas brasileiras que tem se utilizado de programas de recompras de ações, assim como as demais formas existentes de devolução de recursos aos acionistas, as respostas da questão n° 23 do instrumento de coleta de dados apresentado no capítulo 5 mostraram que apenas 18 empresas, de uma amostra de 104 respondentes, afirmaram ter se utilizado de PRAs nos últimos anos. Isso representa pouco mais de 17% dos respondentes da pesquisa. Portanto, acredita-se que a indicação dessa forma alternativa de devolução de fundos aos acionistas, com as vantagens acima apresentadas, sirva pelo menos como uma proposta que os gestores devem levar para ser discutida na Assembleia Geral Ordinária que decidirá sobre a destinação dos lucros empresariais.

Voltando à caixa de interrogação n° 3 da figura 2, se a resposta à pergunta sobre o estatuto ser omissa for negativa, o modelo de decisão conduzirá à caixa de interrogação n° 6. Essa caixa apresenta a seguinte pergunta: O estatuto social da empresa foi alterado para incluir alguma norma relativa ao pagamento de dividendos? Se a resposta a essa pergunta for sim, a empresa estará obrigada a devolver aos seus acionistas 25% do lucro do exercício após os ajustes, conforme apresentado na caixa de saída n° 7.

Isso se faz necessário para atender o segundo parágrafo do artigo 201 da Lei 6.404/76, que diz que “quando o estatuto for omissa e a assembleia geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado nos termos deste artigo”. No entanto, os

gestores das empresas brasileiras de capital aberto parecem estar bem atentos para esse fato. Isso porque, dentre todos os possíveis fatores levados em consideração na decisão de dividendos, levantados pelo instrumento de coleta de dados desenvolvido para esta pesquisa, o fator que recebeu o maior escore de pontuação e apresentou o menor desvio-padrão das respostas foi justamente o estatuto social da companhia, conforme apresentado no capítulo 5 deste trabalho.

A exemplo do que ocorreu com a caixa de saída nº 4, a caixa de saída nº 7 também oferece apenas um parâmetro de volume de dividendos a ser distribuído aos acionistas – 25% do lucro líquido menos os ajustes previstos em Lei. Também por isso, ela remete à caixa de saída nº 12, que sugere que a forma de devolução de fundos aos acionistas seja a recompra de ações. Os motivos são os mesmos apresentados anteriormente. Como a decisão de dividendos situa-se até aqui no ambiente em que a retenção de lucros é desejada porque a empresa foi eficiente ao adicionar valor econômico ao acionista, a devolução de fundos por recompra de ações é mais democrática e geralmente envia um sinal positivo ao mercado, fazendo com que as ações da companhia se valorizem.

A caixa de saída nº 12 também é o *output* complementar da caixa de saída nº 10. A caixa de saída nº 10 refere-se à resposta negativa à pergunta apresentada na caixa de interrogação nº 6. Assim, se o estatuto social da companhia não foi modificado para incluir alguma norma relativa ao pagamento de dividendos (caixa de interrogação nº 6), e também não é omissa em relação aos dividendos (caixa de interrogação nº 3), ele é, portanto, soberano em relação à legislação (caixa de conclusão nº 9), pelo fato de possuir uma cláusula específica sobre os dividendos. O embasamento para isso se encontra no artigo 202 da Lei 6.404/76 que diz que “os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto”.

Ao permitir que a empresa defina de acordo com as suas particularidades o percentual de dividendos a ser pago aos seus acionistas, o artigo 202 da Lei 6.404/76 possibilita aos gestores uma análise dos aspectos internos e externos à organização. A árvore de decisão do modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros aqui proposto é basicamente direcionado aos aspectos internos da organização. No entanto, algumas

recomendações devem ser feitas no momento em que os gestores estão diante da decisão do percentual de dividendos a ser incluído no estatuto social da empresa. De acordo com o observado na revisão da literatura apresentada no capítulo 2, há uma série de estudos empíricos que mostraram que os acionistas não são indivíduos que tomam ações totalmente racionais e, em função das incertezas em relação ao desempenho futuro de qualquer empresa, darão preferência ao recebimento de dividendos ao invés de valorização futura da ação da companhia. Esse fenômeno foi batizado de teoria do pássaro na mão, sendo o trabalho de Gordon (1963) considerado como um dos precursores dessa linha de pesquisa em dividendos. Posteriormente, Pettit (1977) observou que as empresas de cuja base de acionistas era formada por pessoas idosas, com maior aversão ao risco e de classes econômicas mais baixas, davam mais preferência aos dividendos do que empresas com uma base de acionistas mais jovens e de classes sociais mais altas. Esses estudos mostram que na decisão dos dividendos, alguns aspectos comportamentais dos acionistas devem ser levados em consideração.

Diante disso, no instrumento de coleta de dados desta pesquisa foram incluídas duas perguntas que objetivaram levantar o grau de importância atribuído pelos gestores das empresas brasileiras de capital aberto a fatores externos à organização. A pergunta nº 15 do questionário referia-se à política de dividendos das outras empresas do mesmo setor e a questão nº 16 dizia respeito à política de dividendos das demais empresas de capital aberto. As respostas dessas duas questões mostraram que, dentre todas as vinte perguntas fechadas do questionário, essas duas variáveis foram aquelas com os menores escores de pontuação da escala de Likert. Esses resultados parecem fornecer evidências de que, na prática, os gestores não levam em consideração os índices de *payout* dos seus concorrentes ou das demais empresas brasileiras no momento de definirem os percentuais de dividendos das suas companhias.

Voltando à árvore de decisão do modelo, apresentado na Figura 2, quando o estatuto social da companhia discorre sobre o percentual de dividendos a ser distribuído ao final de cada exercício social, o gestor tem que seguir aquilo que está previsto no estatuto (caixa de saída nº 10). Da mesma forma, o gestor não tem liberdade para decidir o percentual de *payout* quando o estatuto for omissivo (caixa de saída nº 4) ou quando ele foi alterado (caixa de saída nº 7). Por isso, as caixas intermediárias de

números 5, 8 e 11 são complementares às caixas de saída de números 4, 7 e 10, respectivamente.

Quando o estatuto social da companhia for omissivo em relação ao percentual de dividendos (caixa de interrogação nº 3), a empresa deve obrigatoriamente distribuir metade do lucro líquido do exercício menos os ajustes previstos em Lei (caixa de saída nº 4) e, conseqüentemente, pode reter metade do lucro líquido mais os ajustes previstos em Lei (caixa intermediária nº 4). De outra forma, se o estatuto social da companhia tiver sido alterado para incluir norma relativa aos dividendos (caixa de interrogação nº 6), a empresa está obrigada a devolver aos seus acionistas 25% do lucro menos os ajustes (caixa de saída nº 7), podendo então reter 75% do lucro mais os ajustes legais (caixa intermediária nº 8). Por fim, se o estatuto social for soberano (caixa de afirmação nº 9), os gestores têm que distribuir como dividendos o percentual previsto no estatuto (caixa de saída nº 10) podendo reter a diferença (caixa intermediária nº 11).

Neste ponto, se faz necessário uma importante consideração. Em toda a decisão de distribuição de dividendos, os gestores devem estar atentos ao poder de distorção que a inflação tem sobre o lucro contábil, quando este não é corrigido monetariamente. Apesar de a correção monetária de balanços, prevista pela Lei 6.404/76, ter sido extinta pela Lei 9.249/95, a desconsideração da inflação na formação do lucro pode não só causar grandes danos ao caráter qualitativo da informação contábil, como pode também mudar significativamente o resultado empresarial apurado apenas com o uso de valores nominais.

A correção do lucro da empresa pela inflação observada no período da formação deste lucro tem como principal objetivo não permitir que a contabilidade forneça uma informação distorcida do lucro passível de distribuição. Conforme visto na revisão da literatura deste trabalho, quando ignorada, a inflação tem o poder de distorcer o cálculo do lucro e, conseqüentemente, distorcer a decisão sobre os dividendos. Isso pode comprometer inclusive a continuidade dos negócios da empresa, tanto pelo fato de que os acionistas podem estar sendo mal remunerados como pelo fato de que a empresa pode estar retendo um lucro insuficiente para fazer frente aos investimentos necessários na manutenção das suas operações ou mesmo na expansão dos seus negócios.

A revisão da literatura apresentou alguns trabalhos de autores que desenvolveram modelos que permitem a apresentação de um lucro livre dos efeitos da inflação. Um dos mais completos desses modelos foi desenvolvido por Szuster (1985). Entende-se que os gestores empresariais devam utilizar, antes da decisão de distribuição de lucros, essa ou outra sistemática de correção das demonstrações contábeis como uma ferramenta gerencial para melhorar a qualidade das informações que serão usadas para embasar a decisão de dividendos.

Essa recomendação se torna ainda mais importante tendo em vista o resultado da pesquisa empírica desenvolvida juntos aos gestores das empresas brasileiras de capital aberto apresentada no capítulo 5 deste trabalho. Dentre os 20 possíveis fatores levados em consideração no momento da decisão sobre a destinação dos lucros, o efeito da inflação na formação do lucro contábil (questão 8) foi a variável com o segundo menor escore de pontuação. Esse resultado mostra o baixo grau de importância dado pelos gestores ao poder de distorção que a inflação pode causar quando desconsiderada do cálculo do lucro contábil.

Após atendidas as disposições legais brasileiras e o estatuto social da companhia e distribuídos os dividendos mínimos obrigatórios, as caixas intermediárias números 5, 8 e 11 da Figura 2 remetem a decisão para a caixa de ação nº 13. Nela, os gestores deverão comparar o lucro com retenção permitida e o orçamento de capital da companhia. O orçamento de capital, conforme definido por Ross, Westerfield e Jaffe (2002, p. 24) é o nome dado aos dispêndios de capital utilizados no processo de realização e gestão de investimentos em ativos de longo prazo, sendo a taxa interna de retorno (*internal rate return* - IRR) ou o valor presente líquido (*net present value* - NPV) suas técnicas mais frequentemente utilizadas. Já o lucro com retenção permitida (LRP) é o nome aqui atribuído ao percentual dos lucros remanescentes após a distribuição do dividendo mínimo obrigatório, seja obrigatório pela Lei 6.404/76, seja obrigatório pelo estatuto social.

O objetivo da comparação do lucro com retenção permitida e o orçamento de capital é verificar se a empresa possui projetos de investimento com valor presente líquido positivo para o próximo exercício social, que justifique a retenção de parte dos lucros. Essa também é uma particularidade do modelo de decisão de dividendos aqui

proposto, que representa uma variante do Modelo de Dividendos Residuais. O MDR prevê a consideração do orçamento de capital da empresa no momento de definir o volume dos dividendos. No entanto, acredita-se que lógica financeira a ser seguida pelos gestores nesse caso é a de que, se a empresa não possui bons projetos de investimentos futuros, capazes de oferecer um retorno maior do que o custo do capital dos acionistas, o melhor a fazer é devolver os recursos para os proprietários da companhia. Ou seja, o orçamento de capital do modelo aqui proposto deve, necessariamente, se referir a recursos necessários para investimentos em projetos com NPV positivo, que serão capazes de adicionar valor econômico aos acionistas.

A importância atribuída ao orçamento de capital para o próximo exercício social por parte dos gestores das empresas brasileiras de capital aberto quando das decisões relativas à destinação dos lucros, também foi objeto de investigação desta pesquisa. Conforme apresentado no capítulo 5, as respostas para a quarta questão do instrumento de coleta de dados mostraram que 10,6% das observações da amostra de respondentes do questionário não atribuem um alto grau de importância para o orçamento futuro no momento de decidir o percentual de distribuição de dividendos. Apesar de ser um percentual relativamente baixo se comparado com as demais variáveis deste estudo, a não consideração do orçamento na decisão de devolução de fundos aos acionistas pode comprometer a situação financeira da empresa no próximo exercício social. Por isso, acredita-se ser importante o fato de o modelo de apoio à decisão de dividendos aqui apresentado propor aos gestores a comparação entre o lucro com retenção permitida e o orçamento de capital da companhia.

Por isso, a caixa de interrogação nº 14 da Figura 2 questiona se o lucro com retenção permitida é maior que o orçamento de capital. Se a resposta for sim, a empresa deve reinvestir somente o montante previsto no orçamento de capital para projetos com NPV positivo, conforme indicado na caixa de saída nº 15 e pagar um dividendo complementar com o lucro excedente, conforme apresentado na caixa de saída nº 16. O pagamento de dividendo complementar é justificado neste caso porque depois de a empresa já ter distribuído o dividendo obrigatório e depois de ter retido parte do lucro para atender às necessidades de recursos previstas no orçamento de capital, o montante de lucros remanescentes provavelmente não justifique o anúncio de um programa de

recompra de ações. No entanto, cabe aos gestores avaliar se o montante de lucros a ser devolvido aos acionistas justificaria um PRA.

Outro fator importante a ser considerado pelos gestores da companhia no momento em que a decisão de pagamento de dividendos complementares estará sendo analisada está relacionado às fontes alternativas de investimentos financeiros disponíveis aos acionistas. Isso porque, a caixa de saída nº 16 do modelo de apoio à decisão de dividendos está situada no chamado ambiente de retenção de lucros. Neste ambiente, a empresa gerou, no ano corrente, um retorno sobre o patrimônio líquido maior do que o custo de oportunidade do capital do acionista. Além disso, para se chegar à caixa de saída nº 16, a empresa já distribuiu todo o lucro obrigatório por lei ou previsto no estatuto. Parte do lucro remanescente desta distribuição foi retido na empresa para ser investido em projetos geradores de valor ao acionistas, ou seja, com valor presente líquido positivo.

Portanto, nessas condições, sugere-se que os gestores reflitam sobre as fontes alternativas de investimentos que os acionistas têm à sua disposição em outras aplicações financeiras existentes na economia, em comparação ao retorno previsto pelo reinvestimento dos lucros na própria empresa. Isso se justifica pelo fato de a literatura de finanças mostrar em alguns estudos que, em economias onde as fontes de investimentos alternativas à empresa são escassas, os acionistas podem preferir o reinvestimento dos lucros na própria empresa ao invés do recebimento de dividendos.

Essa recomendação justifica-se principalmente pela constatação empírica observada neste estudo. Isso porque, a importância desse fator na definição da destinação dos lucros foi levantada pelo questionário na sua pergunta nº 19. Os resultados apresentados no capítulo 5 mostram que, dos 104 gestores que responderam esta pesquisa, 18,3% deles afirmaram não considerar esse fator, 16,3% atribuíram baixa importância e 19,2% alegaram ser indiferentes às fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista. Somadas, essas três categorias de menor grau de importância dentre as opções possíveis de respostas, totalizam 53,8% da amostra deste estudo.

Voltando ao modelo, se a resposta para a caixa de interrogação n° 14 da Figura 2 for negativa, o modelo de apoio à decisão de dividendos direcionará o usuário para a caixa de interrogação n° 17. Nela, pergunta-se se o lucro com retenção permitida é igual ao orçamento de capital da companhia para o próximo exercício social. Se a resposta for positiva, a empresa deverá então reinvestir todo o lucro com retenção permitida nos projetos futuros com NPV positivo, conforme apresentado no texto da caixa de saída n° 19. Esses recursos servirão para fazer frente aos desembolsos de caixa previstos para os próximos exercícios sociais. Nesse caso, conforme apresentado na caixa de conclusão n° 18, não há o pagamento de dividendo complementar nem tampouco a necessidade de captações de novos recursos externos por parte da companhia.

Porém, se o lucro com retenção permitida não for nem maior (caixa de interrogação n° 14) e nem igual ao orçamento de capital (caixa de interrogação n° 17), logo, ele será menor. Isso significa que o lucro com retenção permitida é insuficiente para fazer frente aos desembolsos previstos no orçamento de capital para o próximo exercício social. Com base nisso, a caixa de interrogação n° 20 pergunta se a empresa possui atualmente uma porcentagem ideal de passivo oneroso e patrimônio líquido na sua estrutura de capital. Se a resposta a essa pergunta for positiva, a empresa deve-se então reinvestir todo o lucro com retenção permitida, conforme previsto na caixa de saída n° 22, e buscar se capitalizar e se endividar na mesma proporção da atual estrutura de capital, para que não haja um deslocamento da estrutura ótima de capital, conforme previsto na caixa de saída n° 21.

Entende-se aqui que a distribuição de dividendos e a captação de novos recursos não devem alterar a estrutura de capital da empresa se ela estiver situada no seu *mix* ótimo de capital de terceiros e capital próprio. Naturalmente, isso deve ser analisado no momento da captação dos recursos, ou seja, quando a empresa precisar levantar fundos para suprir a sua necessidade de investimento. Em alguns casos, essa decisão deve ser tomada concomitantemente às decisões de dividendos, mas, em outros casos, pode ser uma decisão posterior.

Cabe ressaltar, no entanto, que essa captação de recursos adicionais junto aos acionistas ou junto a terceiros somente será necessária se a geração de caixa advinda dos lucros a serem obtidos no decorrer do próximo exercício social também não seja

suficiente para suprir os recursos previstos no orçamento de capital para o próximo ano. O grau de importância atribuído pelos gestores à geração de lucros futuros como forma de financiamento interno para os projetos empresariais, foi objetivo de investigação desta pesquisa na pergunta nº 6 do questionário. Conforme apresentado no capítulo 5, mais de um quarto dos respondentes, ou 27,9% dos gestores, afirmaram que a expectativa de geração de lucros futuros da empresa é um fator não considerado (3,8%) nas suas decisões de dividendos, possuem baixa importância (11,5%) ou é um fator irrelevante (16,3%) no processo de análise de destinação dos lucros.

Pelo fato de a literatura de finanças apresentar a decisão de dividendos como sendo diretamente relacionada às decisões de investimento e de financiamento, entende-se que a expectativa de geração de lucros futuros não deve ser ignorada pelos gestores na decisão de distribuição de dividendos no momento presente, mesmo que pela minoria deles, conforme os resultados da pesquisa empírica deste trabalho apurou.

No entanto, se a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação de nº 20 da Figura 2 for negativa, o modelo direcionará o usuário para a caixa de pergunta nº 23. Nela, a pergunta a ser respondida é se a empresa está endividada. Por endividada, entende-se que a porcentagem de passivo oneroso na estrutura de capital da companhia está acima do seu nível ideal.

Se a resposta à pergunta 20 for positiva, a empresa deve optar por captação de recursos junto aos acionistas, por meio da emissão de novas ações, conforme apresentado na caixa de saída nº 24 da Figura 2. Isso porque, o ingresso de novo capital social na empresa, ao mesmo tempo em que eleva a porcentagem de capital próprio na estrutura de financiamento da empresa, reduz proporcionalmente a participação de capital de terceiros na estrutura de capital da companhia. Isso conduziria a empresa ao seu *mix* ótimo de financiamento. O volume de recursos financeiros advindo dessa emissão de ações mais o lucro gerado internamente com retenção justificada pelo orçamento de capital devem ser reinvestidos nos projetos de investimentos futuros, conforme apresentado na caixa de saída nº 26.

Como pode ser observado, a capacidade de captação de novos recursos futuros é um fator inerente à decisão de dividendos. Assim, no instrumento de coleta de dados

dessa pesquisa foi incluída uma pergunta com o objetivo de verificar qual o grau de importância que, na prática, os gestores atribuem a essa capacidade de levantamento de fundos por parte da empresa. De acordo com os resultados apresentados no capítulo 5, mais de 30% dos gestores que responderam ao questionário da pesquisa empírica afirmaram que a capacidade de captação de novos recursos externos para o financiamento dos investimentos empresariais não é fator considerado em suas decisões de dividendos (8,7%), possuem baixa importância (9,6%) ou são irrelevantes (12,5%). Acredita-se, portanto, que o modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros aqui proposto possa mostrar que a captação de novos recursos externos é um fator que deve ser levado em consideração nas discussões sobre os dividendos.

Caso a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação nº 23 seja negativa, conclui-se que a empresa não está endividada. Dessa forma, como as respostas anteriores mostraram que a empresa não está na sua estrutura ótima de capital (caixa de interrogação nº 20) e nem está endividada (caixa de interrogação nº 23), entende-se que a empresa possui uma alta porcentagem de capital próprio na sua estrutura de financiamento. Por isso, a caixa de resposta nº 25 sugere que a empresa busque captar novas dívidas para suprir a necessidade de recursos previstas no orçamento de capital que não são cobertas pelo lucro com retenção permitida.

Ao se endividar, a empresa estaria diminuindo a proporção de capital próprio na sua estrutura de financiamento e, deslocando-se assim, para o seu *mix* ótimo de capital. O volume de recursos financeiros advindos dessa captação mais o lucro gerado internamente com retenção justificada pelo orçamento de capital devem ser reinvestidos nos projetos de investimentos futuros, conforme apresentado na caixa de saída nº 26 da Figura 2.

Com isso, encerram-se as decisões relativas ao processo de destinação dos lucros no chamado ambiente de retenção de lucros. Para completar a apresentação dos demais aspectos do modelo de apoio à decisão de dividendos aqui proposto, deve-se voltar ao início do modelo, na caixa de diálogo nº 1 da Figura 2. A seguir, serão analisadas as decisões a serem tomadas no caso de a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação nº 2 for negativa, ou seja, caso a empresa não adicionou valor econômico ao acionista no ano corrente.

6.2. O ambiente de distribuição de lucros

No caso de a empresa não ter conseguido oferecer um retorno ao capital do acionista (ROE) maior do que o retorno mínimo por ele exigido (K_e), isso indica que a empresa não foi eficiente do ponto de vista financeiro da geração de valor econômico aos acionistas. Dessa forma, o modelo direcionará o usuário ao chamado ambiente de distribuição de lucros. Nesse ambiente do modelo decisorial, parte-se da premissa de que todo o lucro gerado internamente pela empresa no ano corrente deva ser devolvido aos acionistas, exceto se houver alguns fatores que justifiquem o reinvestimento do lucro, como serão analisados a partir de agora.

Em um primeiro momento, quando a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação n° 2 da Figura 2 for negativa, ou seja, quando a empresa não adicionou valor econômico ao capital dos acionistas em um determinado exercício social, duas situações podem ter ocorrido: a empresa pode ter apresentado lucro ou prejuízo no período. Isso pode ocorrer devido ao fato de que o lucro contábil é medido pela diferença entre receitas e despesas, perdas e ganhos, apurados pelo regime de competência. O lucro contábil difere das medidas de geração de valor econômico basicamente por não considerar em seu cálculo o retorno mínimo exigido pelos acionistas quando investem os seus recursos na companhia.

Portanto, se a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação n° 2 for negativa, indicando que o ROE foi menor do que o K_e , a pergunta seguinte, apresentada na caixa de interrogação n° 27, é se houve lucro no ano corrente, conforme apurado pela contabilidade. Se a resposta a essa pergunta for negativa, indicando que houve prejuízo no exercício, uma nova pergunta será apresentada pelo modelo, conforme pode ser visualizado na caixa de interrogação n° 28. Neste ponto, questiona-se se a empresa possui projetos de investimentos de capital para o próximo exercício social com valor presente líquido positivo.

Como no cálculo do valor presente líquido, utiliza-se como taxa de desconto uma média ponderada dos custos de capital próprio e de capital de terceiros à disposição da empresa, quando existem projetos de investimentos futuros com NPV positivo, o acionista estará sendo remunerado à medida do risco que incorre em manter seus

recursos financeiros na empresa. Por isso, se a resposta para a interrogação n° 28 for positiva, os gestores possuirão uma justificativa válida para defender a não devolução de reservas de lucros aos acionistas e o *payout* será zero, conforme apresentado na caixa de saída n° 29 da Figura 2.

Porém, se a resposta para a pergunta da questão contida na caixa de interrogação n° 28 for negativa, indicando que os gestores não possuem projetos futuros com NPV positivo, o usuário do modelo será direcionado à caixa de interrogação de n° 30. Nela, questiona-se se a empresa possui reserva de lucros, referente a lucros acumulados em períodos anteriores. Se a resposta a essa pergunta for negativa, a empresa não terá condições de devolver fundos aos acionistas, e o *payout* será zero, conforme apresentado na caixa de saída n° 31. Mas, se a empresa possuir reserva de lucros, o questionamento seguinte apresentado pelo modelo é se a empresa possui um fluxo de caixa livre para o acionista (*free cash flow to equity* – FCFE) superior às reservas de lucro. Se a resposta a essa pergunta for negativa, o *payout* deverá ser zero, conforme indicado pela caixa de saída n° 33.

No entanto, se a resposta para a pergunta da caixa de interrogação n° 32 for positiva, mostrando que a empresa possui um fluxo de caixa livre para o acionista em montante superior ao das reservas de lucros, a proposta de se devolver aos acionistas as reservas de lucros deve ser levada em consideração pelos gestores. Isso é apresentado pela caixa de saída n° 34 do modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros. A lógica financeira que embasa essa proposta pode ser entendida analisando as etapas anteriores do modelo que levaram a essa decisão.

Para se chegar à caixa de resposta n° 34, fazendo uma análise retrospectiva do modelo, observa-se que a empresa não gerou valor econômico ao acionista no ano corrente, apresentou prejuízo contábil no exercício ora encerrado e não possui projetos futuros com valor presente líquido positivo, indicando que não conseguirá reverter a destruição de valor econômico ao acionista nos próximos anos. Mas, a empresa apresenta reservas de lucros e possui disponibilidade de caixa suficiente para efetuar a devolução dessas reservas aos seus acionistas. Em um cenário com essas características, a decisão racional do ponto de vista financeiro, seria propor a devolução de fundos aos acionistas, para que eles decidam o que fazer com os seus recursos.

Porém, os gestores da companhia devem estar atentos à disponibilidade de caixa da empresa para a devolução de fundos nessa situação. Isso porque, como a empresa apresentou prejuízo no ano corrente, uma eventual devolução das reservas de lucros aos acionistas pode levar à descapitalização da empresa. Além disso, caso a empresa precise se endividar excessivamente para conseguir devolver fundos aos acionistas, isso pode fazer com que ela saia do seu *mix* ótimo de financiamento e a assunção de mais dívidas pode comprometer ainda mais sua situação financeira. Logicamente os gestores devem fazer uma análise global da situação passada, presente e futura da empresa tomar uma decisão como essa.

A análise do estágio do ciclo de vida da empresa nesse momento pode servir para apoiar essa decisão. No meio acadêmico, a constatação de que a capacidade de devolução dos fundos aos acionistas tinha relação com o ciclo de vida das companhias foi feita inicialmente por Linter (1956) conforme apresentado no capítulo 2 deste trabalho. A questão número 11 do instrumento de coleta de dados da pesquisa empírica apresentada no capítulo 5 mostrou que, na prática, 26,9% dos gestores das companhias brasileiras de capital aberto parecem não estar tão atentos a esse fator. Isso porque, 9,6% dos respondentes afirmaram não levar em consideração o ciclo de vida das empresas no momento da decisão de dividendos, 3,8% afirmaram que esse fator possui “baixa importância” e 13,5% das respostas obtidas situaram-se na categoria “nem importante e nem sem importância”.

Completando essa análise, as respostas da variável 12, que objetivou mensurar a importância atribuída por parte dos gestores ao grau de consolidação da empresa dentro do seu setor de atuação, mostraram uma distribuição de frequência com mais observações nas categorias de menor importância (Tabela 26, p. 140) quando comparadas à distribuição de frequência da variável que mensurou a importância do estágio do ciclo de vida da empresa (Tabela 24, p. 139).

Com relação à forma de devolução de fundos aos acionistas em uma situação como a que culminou na caixa de saída nº 34, originada de um prejuízo no exercício corrente, o anúncio de um programa de recompra de ações, ao invés da distribuição de dividendos e/ou Juros sobre Capital Próprio, poderia apresentar vantagens adicionais,

como por exemplo o aumento do valor das ações da empresa, pelo já comentado envio de sinal positivo ao mercado, além de ser uma forma de devolução de recursos mais democrática, ao propiciar o poder de escolha para os acionistas que preferem continuar com as ações da empresa. Todavia, o volume de recursos advindos das reservas de lucros talvez não seja suficiente para suportar um PRA. Nesse caso, o pagamento de Juros sobre Capital Próprio deveria ser escolhido por representar um benefício fiscal para a empresa. O pagamento de dividendos seria utilizado somente no caso de o limite dos Juros sobre Capital Próprio ser atingido.

Todo o encaminhamento apresentado anteriormente pelo modelo refere-se para o caso de a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação nº 27 da Figura 2 ter sido negativa. Ou seja, é válido para os casos em que a empresa apresentou prejuízo no exercício social em que houve também a destruição de riqueza econômica para o acionista. Porém, se a resposta para a pergunta nº 27 for positiva, isso indica que a empresa apresentou lucro no exercício social corrente mesmo não tendo adicionado riqueza aos seus acionistas.

Como no cálculo lucro contábil não se considera o custo de oportunidade do capital dos acionistas ponderado pelo risco da empresa em relação às demais empresas da economia, enquanto no cálculo da geração de valor econômico essa medida é de fundamental importância, uma empresa pode ter apresentado lucro em um determinado exercício social e, ao mesmo tempo, esse lucro não ter sido suficiente para remunerar o capital próprio pelo mínimo exigido pelos acionistas.

Nesse caso, o modelo conduzirá o usuário para uma série de perguntas com o objetivo de atender as exigências legais e estatutárias relativas ao pagamento de dividendos, uma vez que a empresa apresentou lucro contábil no exercício social encerrado. A lógica a ser seguida a partir de então será similar àquela apresentada anteriormente para o caso de a empresa ter gerado valor econômico ao acionista, no chamado ambiente de retenção de lucros. No entanto, agora, a decisão está situada no chamado ambiente de distribuição de lucros, onde a retenção deve ser justificada pelos gestores, uma vez que a distribuição de todo o lucro já se justifica pelo fato de a empresa não ter conseguido oferecer um retorno ao acionista acima do seu custo de oportunidade.

Assim, se a resposta para a pergunta ° 27 foi positiva, a pergunta subsequente é se o estatuto social da companhia é omissivo com relação ao pagamento de dividendos, conforme observado na caixa de interrogação n° 35. Se a resposta a essa pergunta for positiva, a empresa deverá obrigatoriamente devolver aos seus acionistas a metade do lucro líquido apurado no período, menos os ajustes previstos em Lei. Esse *output* do modelo está apresentado na caixa de saída n° 37 da Figura 2. Os demais 50% do lucro líquido do exercício, mais as reservas com retenção permitida pela Lei 6.404/76 serão retidos provisoriamente, conforme apresentado na caixa intermediária n° 36.

Essa retenção é chamada de retenção provisória porque esse volume de lucros só poderá ser efetivamente reinvestido nos negócios da empresa, se os gestores possuírem projetos de investimentos futuros com valor presente líquido positivo, conforme apresentado pela caixa de interrogação n° 45 da Figura 2. Em outras palavras, como a empresa não adicionou valor econômico ao capital dos acionistas no ano corrente, os gestores da companhia somente conseguirão justificar a retenção do lucro mediante a apresentação de propostas de investimento desses recursos se o retorno por eles oferecidos superar o custo de oportunidade do capital próprio.

Por isso, se a resposta para a pergunta constante na caixa de interrogação n° 35 for positiva, a caixa de diálogo n° 35 remete o decisor para a pergunta n° 38. Nele os gestores deverão verificar se a empresa possui projetos futuros que adicionarão riqueza aos seus acionistas. A caixa de interrogação n° 45 é também o destino das caixas de diálogo números 39 e 42. Essas duas caixas de diálogo referem-se ainda aos aspectos legais dos dividendos.

Se a resposta para a questão contida na caixa de interrogação n° 35 da Figura 2 for negativa, indicando que o estatuto social da companhia não é omissivo com relação a cláusulas específicas sobre os dividendos, o modelo direcionará o usuário para a pergunta n° 38. Nela, é questionado se o estatuto social foi modificado em algum momento passado pela Assembleia Geral Extraordinária para incluir cláusula específica a respeito do pagamento de dividendos. Se a resposta for positiva, a empresa deverá distribuir, obrigatoriamente, 25% do lucro líquido do exercício menos os ajustes previstos em Lei, conforme apresentado pela caixa de diálogo n° 40. Os outros 75% do lucro mais os ajustes, terão sua retenção provisoriamente justificada, conforme

apresentada pela intermediária nº 39 e deverão ser, posteriormente, confrontados com a existência ou não de projetos futuros com NPV positivo (caixa de interrogação nº 45).

No caso de a resposta para a pergunta apresentada na caixa de interrogação nº 38 ser negativa, isso indica que o estatuto social da companhia é soberano em relação à legislação societária brasileira, conforme apresentado na caixa de conclusão nº 41. Nesse caso, os gestores da empresa deverão distribuir o percentual estabelecido no estatuto social da companhia, conforme indicado pela caixa de saída nº 43 e reter temporariamente o restante do lucro, conforme apresentado na caixa intermediária nº 42.

As caixas de saída de números 37, 40 e 43 apresentam o volume de lucros que deverão ser devolvidos aos acionistas para atender as normas específicas da Lei 6.404/76 e àquilo que é previsto no estatuto social da companhia. Complementando essas três caixas de resposta do modelo, a caixa de saída nº 44 remete à forma de devolução dos lucros. Diferentemente daquilo que foi proposto no *output* nº 12 do modelo, a decisão de dividendos está agora situada no ambiente de devolução de lucros, uma vez que não houve geração de valor econômico aos acionistas no ano corrente. Por isso, sugere-se que a forma de devolução de fundos aos acionistas neste caso, seja, preferencialmente, o pagamento de Juros sobre Capital Próprio até o seu limite permitido, para aproveitamento dos benefícios fiscais para a empresa que essa forma de devolução de fundos propicia, seguido do pagamento de dividendos para se atingir o volume de lucros que precisa ser devolvido aos donos da empresa.

A caixa de interrogação nº 45 da Figura 2, por sua vez, é o próximo passo da decisão de destinação dos lucros na sequência das caixas intermediárias nº 36, 39 e 42. Conforme já apresentado anteriormente, a caixa de interrogação nº 45 tem o objetivo de verificar se os gestores possuem projetos de investimentos futuros que apresentem valor presente líquido positivo. Se a resposta for negativa, eles não terão uma justificativa válida para propor o reinvestimento dos lucros remanescentes após o atendimento das obrigatoriedades legais. Por isso, deverão devolver o chamado lucro com retenção temporária para os acionistas, usando o pagamento de JSCP combinado com dividendos, conforme apresentado na caixa de saída nº 44.

Porém, se a resposta para a questão n° 45 for positiva, indicando que os gestores da empresa possuem projetos de investimentos futuros com valor presente líquido positivo, o modelo direcionará o usuário para a caixa de ação n° 46. Nela, os gestores deverão fazer uma comparação entre o Lucro com Retenção Temporária (LRT) e o orçamento de capital da companhia. Essa caixa de diálogo se faz necessária porque o valor remanescente do lucro da companhia após a distribuição dos dividendos obrigatórios pode ser superior ao valor necessário para investimento nos projetos futuros, ser igual, ou não ser suficiente para suprir a necessidade de recursos para o próximo exercício social.

A comparação entre o lucro remanescente das distribuições obrigatórias e as oportunidades de investimento futuro, contempladas no orçamento de capital da companhia, fornecerá um parâmetro para as próximas decisões que os gestores deverão tomar em relação à retenção ou distribuição de fundos aos acionistas. A pesquisa empírica realizada neste trabalho, com os seus resultados apresentados no capítulo 5, objetivou verificar, na prática, o grau de importância atribuído pelos gestores das companhias brasileiras de capital aberto às novas oportunidades de investimentos futuros (questão n° 5). Os resultados mostraram que, das 104 empresas respondentes, 95 delas (ou 91,3% do total) afirmaram ser “muito importante” (61 observações ou 58,7% do total) ou “relativamente importante” (34 observações ou 32,7% do total). Esses dados parecem fornecer evidências de que as novas oportunidades de investimentos futuros representam um fator que é levado em consideração no momento da definição da destinação dos lucros pelos gestores.

Após realizar um comparativo entre o lucro com retenção temporária e o orçamento de capital da companhia para o próximo exercício, os gestores darão sequência ao processo de decisão de destinação dos lucros respondendo a pergunta da caixa de interrogação n° 47 da Figura 2. Nela, questiona-se se o lucro com retenção temporária é maior que as necessidades de recursos previstas no orçamento de capital para o próximo ano. Se a resposta a essa pergunta for positiva, os gestores devem reter somente o montante do lucro que será necessário para os investimentos com NPV positivo, conforme apresentado na caixa de saída n° 48 do modelo. O restante dos lucros deve ser devolvido aos acionistas sob a forma de dividendos complementares, de acordo com o texto da caixa de saída n° 49.

O pagamento de dividendos complementares deve ser realizado desde que os gestores concluam que esses fundos não serão utilizados em investimentos futuros geradores de valor econômico aos acionistas. Cabe ressaltar que o risco operacional do setor em que a empresa atua pode afetar o grau de previsibilidade do seu orçamento de capital. Em tese, quanto mais voláteis forem as receitas e a geração de caixa da companhia, menos propensos os gestores estarão para propor o pagamento de dividendos complementares. O risco operacional da empresa, de acordo com as respostas da questão n° 14 apresentadas na Tabela 30, é um fator considerado “muito importante” para 19,2% respondentes da pesquisa empírica deste trabalho e “relativamente importante” para 42,3% dos gestores das empresas brasileiras de capital aberto da amostra deste estudo.

A proposta de pagamento de dividendos complementares apresentada pela caixa de saída n° 49 encontra sustentação empírica no artigo seminal sobre políticas de dividendos apresentado por John Lintner em 1956. Naquele trabalho, o autor observou que as empresas eram relutantes em propor um aumento dos dividendos regulares em um determinado exercício social por receio de não conseguirem manter os dividendos elevados no futuro. Isso porque, de acordo com alguns estudos desenvolvidos na chamada teoria de sinalização dos dividendos, apresentada no capítulo 2, toda vez que a empresa anuncia um corte no pagamento de dividendos, o mercado interpreta essa informação como sendo um sinal negativo de expectativas futuras de lucros. Essa constatação justifica a proposta do modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros de pagamento de dividendos complementares ao invés de um aumento nos dividendos regulares.

O questionário aplicado às empresas brasileiras de capital aberto incluiu uma pergunta com o objetivo de verificar se os gestores levam em consideração, na prática, a capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações. As respostas da questão n° 7, apresentadas no capítulo 5 deste trabalho mostraram que, das 104 empresas da amostra da pesquisa, 38 delas (ou 36,5% do total) atribuíram baixa importância a esse fator (16,3%), disseram ser indiferentes (13,5%) ou disseram não considerar a estabilidade dos dividendos (6,7%). Esses resultados parecem fornecer evidências de que a manutenção da estabilidade dos dividendos não é um fator que preocupa os gestores brasileiros de uma forma geral.

Os resultados obtidos com a aplicação do questionário mostram que os gestores brasileiros parecem atribuir praticamente o mesmo grau de importância aos objetivos de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro daquele auferido para a estabilidade futura dos dividendos. Isso fica evidente com as análises das respostas da questão n° 7 (Tabela 16) e n° 17 (Tabela 36). A frequência relativa acumulada das duas variáveis é de 36,5% até a categoria de escore 2, relativa à resposta “nem importante, nem sem importância. As distribuições das demais respostas nas outras categorias seguem bem próximas umas das outras. Essas similaridades também podem ser visualmente constatadas na comparação entre os Gráficos 7 e 17. Completando essas análises, as respostas da questão n° 13, conforme apresentadas no capítulo 5, mostraram que os gestores brasileiros parecem se preocupar mais com o grau de estabilidade dos lucros futuros do que com o grau de estabilidade dos dividendos futuros, contrariando aquilo que foi observado por Lintner (1956) no mercado americano.

O motivo do pagamento de dividendos complementares, conforme apresentado pela caixa n° 49 se dá pelo fato de que a empresa não ter sido eficiente na sua missão de oferecer uma rentabilidade ao capital dos acionistas maior do que o custo de oportunidade exigido pelos proprietários da companhia no ano corrente. Mesmo não tendo adicionado valor econômico ao acionista, a empresa apresentou lucro contábil no exercício social ora encerrado. Portanto, se esse lucro foi suficiente para cobrir a necessidade de recursos de todos os investimentos futuros com NPV positivo, mesmo após a empresa já ter distribuído os dividendos obrigatórios, os gestores devem propor a devolução de recursos adicionais aos acionistas na Assembleia Geral Ordinária. Essa decisão estaria seguindo o objetivo financeiro de maximização da riqueza do acionista.

Cabe ressaltar que, como o lucro contábil é calculado pelo regime de competência, em que as receitas e despesas são reconhecidas no momento em que ocorrem e não quando há a entrada ou saída de caixa, a decisão de pagamento de dividendos complementares conforme apresentada pela caixa de saída n° 49 do modelo, deve também ser tomada levando-se em consideração a disponibilidade de caixa da empresa. Com o objetivo de verificar se isso ocorre na prática, a pergunta número 3 do questionário apresentado no capítulo 5 pediu aos gestores das companhias brasileiras atribuírem um grau de importância à disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros. As respostas mostraram que mais de 93% dos gestores que

responderam a pesquisa afirmaram que a disponibilidade de caixa da empresa para a distribuição de lucros é um fator “muito importante” (76,0%) ou “relativamente importante” (17,3%).

Se a resposta para a questão contida na caixa de interrogação n° 47 da Figura 2 for negativa, indicando que o lucro com retenção temporária não é maior do que o volume de recursos previstos para o orçamento de capital do próximo ano, a pergunta seguinte, apresentada na caixa de interrogação n° 50 é se o lucro com retenção permitida é igual ao orçamento de capital. Nesse caso, se a resposta for positiva, os gestores possuirão uma justificativa para reinvestir todo o lucro remanescente do pagamento dos dividendos obrigatórios, conforme descrito na caixa de *output* n° 51. Como não haverá lucro remanescente a ser devolvido aos acionistas não haverá o pagamento de dividendo complementar e nem tampouco a necessidade de captação de recursos externos, como apresentado na caixa de diálogo n° 52. Isso porque todo o volume de recursos necessários para se investir nos projetos com NPV positivo adveio dos lucros gerados internamente, remanescentes do pagamento dos dividendos obrigatórios.

Quando o lucro com retenção temporária não for maior e nem igual à necessidade de recursos prevista no orçamento, isso significa que o lucro remanescente da distribuição obrigatória é insuficiente para fazer frente aos investimentos nos projetos futuros com NPV positivo. Nesse caso os gestores terão que reinvestir todo o lucro com retenção temporária e ainda buscar recursos externos adicionais. Isso pode alterar a estrutura de capital da companhia. Por isso, a questão n° 53 interroga ao usuário do modelo se a empresa está situada na sua estrutura ótima de capital.

A preocupação com a estrutura ótima de capital da empresa no momento da decisão de distribuição de lucros também foi objeto de investigação da pesquisa empírica apresentada no capítulo 5 deste trabalho. Para isso, incluiu-se no questionário uma pergunta relacionada ao grau de importância atribuída pelos gestores à manutenção do deslocamento da estrutura ótima de capital. As respostas da questão n° 10 mostraram que, quando somadas, as três escalas de menor grau de importância dentre as cinco escalas possíveis, atingiram quase um quarto das respostas.

Como a estrutura ótima de capital é aquela que possibilita à empresa uma minimização da média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros, a literatura de finanças apresenta vários estudos mostrando que os gestores que conseguem manter a empresa no seu *mix* ótimo de financiamento, conseguem também maximizar a riqueza dos acionistas. Portanto, como a lógica que embasa o modelo de apoio à decisão de dividendos aqui proposto é a maximização da riqueza do acionista, entende-se ser importante propor que, em todas as decisões de distribuição de lucros, os gestores levem em consideração a manutenção da estrutura ótima de capital.

Voltando ao modelo decisorial, se a resposta para a pergunta n° 53 da Figura 2 for positiva, a empresa deverá reinvestir todo o lucro com retenção temporária, conforme apresentado na caixa de saída n° 54 e buscar recursos externos de forma a não alterar o seu *mix* entre capital de terceiros e capital próprio ideal. Isso será possível se a empresa se endividar na mesma proporção das dívidas atuais e se capitalizar na mesma proporção do patrimônio líquido atual, conforme apresentado na caixa de saída n° 55.

No entanto, se a empresa estiver fora da sua estrutura ótima de capital, respondendo não à pergunta n° 53, a caixa de interrogação n° 56 questionará ao usuário do modelo se a empresa está endividada. Se a resposta para essa pergunta for positiva, os gestores terão que, além de reinvestir o lucro com retenção temporária, conforme apresentado na caixa de saída n° 57, buscar recursos adicionais junto aos acionistas, com o objetivo de capitalizar a empresa, conforme apresentado no *output* n° 58. Isso tenderia a deslocar a estrutura de capital da companhia para que se atinja o seu nível ideal.

Por fim, se a resposta para a pergunta contida na caixa de interrogação n° 56 da Figura 2 for negativa, entende-se que a empresa não está nem na sua estrutura ótima de capital e nem está endividada. Portanto, a estrutura de financiamento da empresa está fora do seu *mix* ideal pelo fato de a empresa possuir uma proporção de capital próprio maior do que a proporção de capital de terceiros. Por isso, a caixa de saída n° 59 sugere que os gestores busquem junto a terceiros o volume de recursos necessários para complementar o lucro retido após o pagamento dos dividendos obrigatórios, para fazer frente aos investimentos nos projetos futuros com valor presente líquido positivo. Com

isso, encerra-se a apresentação do modelo de apoio à decisão de destinação dos lucros proposto neste trabalho.

Para encerrar este capítulo, há que ressaltar que neste trabalho compartilha-se da visão de Cohen e Robbins (1968, p. 558, apud Santos, 1994, p. 7) que afirmam que a definição da política de dividendos é um problema de julgamento financeiro que deve ser cuidadosamente avaliado e não uma determinação matemática precisa. Os autores afirmam que inexistente um modelo matemático que possa levar em consideração todas as variáveis relevantes na decisão de dividendos. Para os autores, os gestores devem fazer um julgamento balanceado, entre as necessidades da empresa de capital adicional e os desejos dos investidores por estabilidade, lucro e crescimento. Espera-se que o modelo aqui proposto ofereça uma contribuição nesse sentido. O próximo capítulo fará as considerações finais, apresentará as limitações desta pesquisa e apresentará sugestões para trabalhos futuros.

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Conforme preconizado pelos princípios da administração financeira contemporânea, os gestores financeiros corporativos devem sempre agir com o intuito de maximizar a riqueza econômica dos acionistas da empresa. Baseado nisso, as suas decisões de investimento devem ser tomadas com base na comparação entre o retorno oferecido pelo projeto de investimento e o retorno mínimo exigido pelos proprietários do capital. Com relação às suas decisões de financiamento, os gestores devem sempre buscar atingir a estrutura ótima de capital da empresa, de forma que a média ponderada dos custos de capital próprio e de terceiros seja minimizada. Agindo dessa forma, os administradores estarão sendo eficientes na sua missão de gerar valor econômico aos acionistas.

No entanto, no tocante às decisões relacionadas aos dividendos, inexistente um parâmetro único e objetivo a ser seguido pelos gestores. Diversos fatores financeiros, legais, fiscais e até mesmo comportamentais afetam a decisão de destinação dos lucros de uma companhia. Além disso, as decisões de investimento e de financiamento afetam e são afetadas pela decisão de dividendos. O volume de lucros de uma empresa é diretamente afetado pelos retornos do projeto de investimento e pelo custo dos seus financiamentos. Da mesma forma, a decisão de reter lucros ou devolvê-los aos acionistas impactará diretamente no volume de recursos à disposição da empresa.

Essa noção de que a decisão de dividendos é um subproduto das decisões de investimento e de financiamento forneceu as bases para a proposição do chamado Modelo de Dividendos Residuais (MDR). Nesse modelo, o índice de distribuição de dividendos é obtido com base no lucro líquido do exercício, no índice alvo de capital próprio e no orçamento de capital total de uma empresa. No entanto, percebe-se que o MDR não leva em consideração inúmeros fatores relacionados aos dividendos.

A revisão da literatura deste trabalho mostrou que diversos são os fatores que deveriam ser levados em consideração no momento da decisão de dividendos. Entre eles o estágio da empresa no seu ciclo de vida, o efeito clientela, o poder de sinalização dos dividendos, o poder de distorção da inflação no cálculo do lucro empresarial entre

outros. Além desses, em função das particularidades legais brasileiras, fatores como o dividendo mínimo obrigatório, a figura dos Juros sobre Capital Próprio, a obrigatoriedade de um *payout* mínimo para permissão de pagamento de participação nos lucros aos administradores, o diferencial de impostos entre os dividendos o ganho de capital obtido com a valorização das ações entre outras particularidades brasileiras, tornam a decisão de dividendos ainda mais complexa para os gestores das empresas nacionais. Essas variáveis não são contempladas pelo Modelo de Dividendos Residuais.

Mas, será que na prática esses fatores são levados em consideração pelos gestores das companhias brasileiras de capital aberto? Para responder essa pergunta, foi construído um questionário contendo vinte variáveis relacionadas a fatores apontados pela literatura financeira acadêmica como sendo importantes para a decisão de dividendos. O questionário foi enviado para todas as 516 empresas brasileiras de capital aberto com registro ativo na Comissão de Valores Mobiliários em abril de 2011. Das 516 companhias abertas, 104 empresas retornaram o questionário devidamente respondido, fazendo com que a amostra atingisse um percentual de 20,2% da população.

Os resultados obtidos mostraram que, nas decisões de dividendos, os gestores atribuem um maior grau de importância a fatores como a legislação brasileira, o estatuto social da companhia, a disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros, as novas oportunidades de investimentos futuros, o orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e as expectativas de lucros futuros. Esses fatores receberam os maiores escores de pontuação dentre as variáveis analisadas e apresentaram os menores desvios em relação média, mostrando maior homogeneidade das respostas.

Em contrapartida, fatores como o efeito da inflação na formação do lucro contábil, a política de dividendos das empresas de capital aberto em geral e das outras empresas do mesmo setor, as fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista e o ganho ou perda obtido pelo acionista com a valorização ou desvalorização da ação da empresa foram as variáveis que receberam os menores escores de pontuação. Esses fatores apresentaram os maiores desvio-padrão se comparados aos fatores que receberam maiores escores de pontuações, o que dá uma melhor noção da relativamente alta dispersão das respostas dessas variáveis em relação

às suas médias. Isso ocorreu devido ao fato de ter havido uma maior distribuição das respostas nas cinco categorias da escala utilizada nesta pesquisa.

Com base nessas constatações, foi proposto um modelo conceitual de apoio à decisão de destinação dos lucros empresariais que aborda, de uma maneira ordenada, organizada e integrada, fatores como a geração de valor econômico ao acionista, as particularidades legais e tributárias brasileiras, o poder de distorção da inflação na formação do lucro contábil, a estrutura ótima de capital da empresa, a existência de projetos futuros com valor presente líquido positivo, o fluxo de caixa livre para o acionista entre outros fatores.

O modelo conceitual de apoio à decisão de dividendos aqui proposto parte da premissa de que a decisão sobre a distribuição ou retenção de lucros deve ser iniciada pela ótica da capacidade de geração de riqueza por parte da empresa. Isso porque, do ponto de vista financeiro, uma empresa deve ter como objetivo principal a busca da maximização da riqueza do acionista. Dessa forma, a lógica do modelo proposto é a de que toda a análise do processo de decisão sobre os dividendos deve ser norteadada pela verificação da capacidade que a empresa tem de remunerar o capital do acionista de acordo com o retorno mínimo exigido por ele, dado o risco do negócio. Ao comparar o retorno sobre o capital próprio com o custo de oportunidade do capital próprio, o modelo avalia primeiramente a geração de valor econômico ao acionista.

Dessa forma, a lógica do modelo aqui proposto é condizente com a teoria financeira de que investidores racionais tendem a buscar a maximização da sua riqueza. Mas, ela diverge do Modelo de Dividendos Residuais (MDR), uma vez que o MDR parte da premissa de que todo o lucro da empresa deve ser, a princípio, reinvestido na companhia e somente deve ser devolvido ao acionista aquela parte do lucro não utilizada pela empresa, caso sobre algum “resíduo”. Ao pregar que todo o lucro gerado pela empresa pode ser retido por ela, o MDR não procura analisar se essa empresa está sendo eficiente no seu objetivo primário, que é a maximização da riqueza do acionista.

Além de fornecer um mapa conceitual para apoio à decisão de dividendos, algumas considerações são feitas a aos gestores com relação à forma de devolução de fundos aos acionistas e também com relação aos aspectos comportamentais que

envolvem a decisão de alterações nas políticas de dividendos. Ao parametrizar a decisão dos dividendos pelo objetivo financeiro da maximização da riqueza dos acionistas, o modelo permite que o gestor justifique sua decisão de retenção ou de distribuição dos lucros. Isso pode ajudar inclusive a fornecer as bases para a elaboração do relatório anual no tocante às justificativas apresentadas pelos gestores na sua decisão de dividendos.

O modelo aqui proposto leva em consideração uma quantidade maior de fatores do que aqueles utilizados no Modelo de Dividendos Residuais. Espera-se que esse modelo contribua no sentido de fornecer um parâmetro mais adequado para a decisão de dividendos por parte dos gestores empresariais. Logicamente, o modelo decisório apresentado neste trabalho não é perfeito e nem completo. Nenhum modelo o é. Não se teve aqui a pretensão de apresentar uma solução para uma questão tão complexa em finanças que é a questão da destinação dos lucros empresariais, mas sim oferecer uma discussão sobre os diversos fatores que envolvem um assunto importante para a sobrevivência das empresas que é a decisão dos dividendos.

Acredita-se que as principais limitações do modelo aqui proposto referem-se a fatores da política de dividendos que não foram considerados no modelo por se referirem a aspectos estritamente particulares de cada empresa. Entre esses fatores podem ser citados o ganho obtido pelos acionistas com a valorização das ações da empresa e com os dividendos recebidos recentemente, o grau de consolidação da empresa no seu setor, o risco operacional da empresa de acordo com a atividade econômica exercida, o objetivo de longo prazo da companhia para o índice de distribuição de lucro entre outros.

Trabalhos posteriores poderiam ser desenvolvidos com o intuito de verificar os resultados obtidos com a utilização do modelo aqui proposto nas decisões sobre os dividendos tomadas pelos gestores das companhias brasileiras. De acordo com a sua praticabilidade, poderiam ser incluídas algumas variáveis não abrangidas pelo modelo. Todos esses esforços seriam válidos no sentido de apoiar a tomada de decisão de dividendos, que é uma decisão tão importante quanto as decisões de investimento e de financiamento para uma organização.

REFERÊNCIAS

AGUIAR, Andson Braga de; COELHO, Antônio Carlos Dias. **Relacionamento entre Persistência do Lucro Residual, Poder de Mercado e Participação de Mercado em Firms Brasileiras**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

AHARONY, Joseph; SWARY, Itzhak. *Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders. Returns: an empirical analysis*. **Journal of Finance**, v. 35, n. 1, p. 1-12, 1980.

ALMEIDA, Moisés Araújo; SANTOS, Josete Florêncio dos. **O Efeito das Dimensões de Governança Corporativa Sobre o Payout das Empresas Não Financeiras Brasileiras**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

AMBROZINI, Marcelo Augusto. **O impacto do fim da correção monetária no resultado das companhias brasileiras de capital aberto e na distribuição de dividendos: estudo empírico no período de 1996 a 2004**. Ribeirão Preto, 2006. 186 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Controladoria). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 706 p.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 8. Ed. São Paulo: Atlas, 2008. 304 p.

BALI, Rakesh; HITE, Gailen.L. *Ex-dividend Day Stock Price Behavior: Discreteness or taxinduced Clienteles?* **Journal of Financial Economics**, v. 53, p. 127-159, 1998.

BELLATO, Leticia Lancia Noronha; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. SAVOIA, José Roberto Ferreira. **Influência da Estrutura de Propriedade sobre a Taxa de Pagamento de Dividendos das Companhias Abertas Brasileiras**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 30. 2006, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2006. CD ROM.

BERNARD, V. *The Feltham-Ohlson framework: implications for empiricists*. **Contemporary Accounting Research**, spring 1995. Apud FREIRE, Herculis Vander de Lima; LIMA, Iran Siqueira. **O comportamento dos dividendos versus lucros anormais**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-

GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

BERNARDO, H. P. **Avaliação empírica do efeito dos anúncios trimestrais do resultado sobre o valor das ações no mercado brasileiro de capitais – um estudo de evento.** São Paulo, 2001. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

BENARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? The Journal of Finance. Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting, American Finance Association*, New Orleans, Louisiana January 4-6, 1997 (Jul., 1997), v. 52, n. 3, p. 1007-1034. Publicado por: Blackwell Publishing for the American Finance Association. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2329514>. Acesso em: 04/08/2010.

BHATTACHARYA, Sudipto. *Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy.* **The Bell Journal of Economics**, v. 10, n. 1, p. 259-270. Spring, 1979. Publicado por: The RAND Corporation Stable. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3003330>. Acesso em: 03/08/2010.

BLACK, Fisher; SCHOLES, Myron. *The effects of dividend yields and dividend policy on common stock prices and returns.* **Journal of Financial Economics**, v.1, n.1, p.1-22, May 1974.

BLUME, Marshall E. *Stock Returns and Dividend Yield: Some More Evidence.* **Review of Economics and Statistics**, v. 62, p. 567-577, Nov. 1980.

BOEHME, Rodney D.; SORESCU, Sorin M. *Seven Decades of Long Term Abnormal Return Persistence: The Case of Dividend Initiations and Resumptions.* **Working Paper, Sam Houston State University and University of Houston**, jan. 2000. Apud NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. **Dividend yields e persistência anormais das ações: evidências do mercado brasileiro.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 2002, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2002. CD ROM.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas.** 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008. 918 p.

BRENNAN, M. J. *Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy.* **National Tax Journal**, v. 23, p. 417-427, 1970.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARDT, Michel C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2001. 1113 p.

BRITO, Ney. R. O.; RIETTI, Ricardo. C. **Efeito Clientela, Níveis Marginais de Taxação e Eficiência: o caso de dividendos no mercado acionário brasileiro**. In: Brito, N.O (org.). *O Mercado de Capitais e a Estrutura Empresarial Brasileira*. Rio de Janeiro: [s.n] 1981.

BUNGE, M. **La investigación científica: su estrategia y su filosofía**. 5. Ed. Barcelona: Ariel, 1983. Apud MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007. 225 p.

CARVALHO André C. **O Efeito dos Impostos no Comportamento das Ações no dia em que ficam Ex-dividendos**. Rio de Janeiro. 1998. 74 p. Dissertação (Mestrado em Economia). Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica**. 5. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2002. 242 p.

COHEN, J.; ROBBINS, S. M. **The Financial Manager**. New York, Harper & Row, 1968. Apud SANTOS, Nelson dos. Aspectos relacionados com o lucro passível de distribuição e a manutenção do capital da empresa. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI**, São Paulo, n. 10, p. 1-13, mai. 1994.

COMMENT, Robert; JARRELL, Gregg A. *The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases*. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1243-1271, 1991. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2328858>. Acesso em 21 de fevereiro de 2011.

CORREIA, Laise Ferraz; AMARAL, Hudson Fernandes. **O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 2002, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2002. CD ROM.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**. Porto Alegre: Bookman, 2002. 576 p.

DANN, L. Y. *Common Stock Repurchases – An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders*. **Journal of Financial Economics**, v. 9, p. 113-138. 1981. Apud GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. **Recompra de ações no Brasil: regulamentação e impacto sobre minoritários**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

DAVID, Marcelino; NAKAMURA, Wilson Toshio; BASTOS, Douglas Dias. **Estudo dos Modelos Trade-off e Pecking order para as Variáveis Endividamento e Payout com Empresas Brasileiras (2000 – 2006)**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser; PIETRO NETO, José de. **As Variações nas Distribuições dos Proventos em Dinheiro Sinalizam Variações nos Lucros Futuros?** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD ROM.

DIELMAN, Terry; TIMOTHY, J. Nantell; WRIGHT, Roger L. *Price effects of Stock Repurchasing: a random coefficient regression approach*. **The Journal of Finance and Quantitative Analysis**, v. 15, n. 1, p.175-189. March, 1980.

ECO, Humberto. **Como se faz uma tese**. São Paulo: Perspectiva, 2007. 21. ed. 174 p.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; BLAKE, Christopher R. *Marginal Stockholder Tax Effects and Ex-dividend Day Behavior – Thirty-Two Years Later*. **Working paper**, Oct. 2002. Disponível em: < <http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm>>. Acesso em: 12/04/2011.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. *Marginal Stockholder Rates and the Clientele Effect*. **Review of Economics and Statistics**, v. 52, p. 68-74. 1970. Acesso em: 11/02/2011. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2327880>.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J.; RENTZLER, Joel. *The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices; A Re-Examination of the Clientele Effect: A Comment*. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 2, p. 551-556. Jun., 1984. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2327880>. Acesso em: 11/02/2011.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. *Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. **The Review of Financial Studies**. v. 15, n. 1 p.1-33, 2002.

FERREIRA JÚNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshio; MARTIN, Diogenes Manoel Leiva. **Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2002, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: SBFIN, 2002. CD-ROM.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **O conteúdo informativo dos dividendos: evidências no Brasil.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2002, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: SBFIN, 2002. CD-ROM.

FIRMINO, Adilson Luiz Gomes; SANTOS, Alex Gama Queiroz dos; MATSUMOTO, Alberto Shiguero. **Dividendos Interessam? Uma Constatação Empírica Recente sobre a Relevância da Política de Dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002).** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28. 2004, Curitiba, PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos; GARCIA, Fabio Gallo; TAMBOSI FILHO, Elmo. **Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? Estudo no mercado brasileiro 1999/2004.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD ROM.

FLICK, Uwe. **Introdução à pesquisa qualitativa.** 3 ed. Porto Alegre: Artmed, 2009. 405 p.

FRANK, Murray.; JAGANNATHAN, Ravi. *Why Do Stock Prices Drop by Less than the Value of the Dividend? Evidence from a Country Without Taxes.* **Journal of Financial Economics**, v. 47, p. 161-188, Mar. 1998.

FREIRE, Herculis Vander de Lima; LIMA, Iran Siqueira. **O comportamento dos dividendos versus lucros anormais.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. **A Estrutura de Capital, os Dividendos e os Juros Sobre o Capital Próprio: Evidências Empíricas no Caso Brasileiro de 1995 a 2004.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD ROM.

GABRIELLI, Marcio Fernandes; SAITO, Richard. **Recompra de ações no Brasil: regulamentação e impacto sobre minoritários.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

GARCIA, André Luiz Gonçalves; BUGARIN, Maurício Soares. **Incentivos para os Administradores de Empresas Estatais: O Papel dos Dividendos Mínimos Obrigatórios e o Desenho Ótimo de Salários.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2001, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2001. CD-ROM.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 175 p.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes da; LOPES, Alexsandro Broedel. **A relação entre conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas majoritários e minoritários sobre as políticas de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

GORDON, Myron J. *Optimal Investment and Financing Policy.* **The Journal of Finance**, v. 18, n. 2, p. 264-272, May 1963.

GORDON, André. **Recompra de ações: uma abordagem empírica.** Programa de pós-graduação. São Paulo, 2002. 33 p. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas, 2002.

GRAHAM, Benjamim et al. **Security Analysis: principles and technique.** 4 ed. New York: McGraw-Hill, 1962.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni; SWAMINATHAN, Bhaskaran. *Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?* **The Journal of Business**, v. 75, n. 3, p. 387-424. Jul., 2002. Publicado por: The University of Chicago Press Stable. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/3663699>. Acesso em 04/08/2010.

HAIR JÚNIOR., Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMUEL, Phillip. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração.** Porto Alegre: Bookman, 2005. 471 p.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. *Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions*. **Journal of Financial Economics**, v. 21, n. 2, p. 149-175, May 1988.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo Laser. **Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

HESS, Patrick J. *Dividend yields and stock returns: a test for tax effects*. **Working Paper**. Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research, Mar. 1981.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. *Strategic Management Competitiveness and Globalization*. **West Publishing Company**, p. 1-30, 1995. Apud FREIRE, Herculis Vander de Lima; LIMA, Iran Siqueira. **O comportamento dos dividendos versus lucros anormais**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

IKENBERRY, David.; LAKONISHOK, Josef.; VERMAELEN, Theo. *Stock Repurchases in Canada: Performance and Strategic Trading*. **Journal of Finance**. n. 55, p. 2373-2397, 2000.

IKENBERRY, David; LAKONISHOK, Josef; VERMAELEN, Theo. *Market underreaction to open market share repurchases*. **Journal of Financial Economics**, v. 39, n. 2-3, p. 159-383. October–November, 1995. Disponível em: http://www.sciencedirect.com/science?_ob=PublicationURL&_tokey=%23TOC%235938%231995%23999609997%23167353%23FLP%23&_cdi=5938&_pubType=J&_auth=y&_acct=C000049650&_version=1&_urlVersion=0&_userid=5674931&md5=655e4a07c51804d27b2fad52953402c. Acesso em 21 de fevereiro de 2011.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; BARBOSA, Francisco Vidal; BRESSAN, Aureliano Angel. **Dividendos: Plano Real, Imposto de Renda e Sinalização nas Empresas Listadas Na Bovespa: 1986 a 2003**. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2005, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2005. CD-ROM.

IQUIAPAZA, Robert Aldo; LAMOUNIER, Wagner Moura; AMARAL, Hudson Fernandes. **Assimetria de Informações e Pagamento de Proventos em Dinheiro na Bovespa**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 30. 2006, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2006. CD ROM.

JALORETTO, José Gilberto. Lucro Distribuível. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI**, São Paulo, n. 5, p. 1-13, jun. 1994.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. *Dividends, dilution, and taxes: A equilibrium*. **Journal of Finance**, v. 40, n. 1, p. 1053-1070. September, 1985.

KALAY, Avner. *The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect*. **Journal of Finance**, v. 37, p. 1059-1070, 1982.

KERLINGER, F. N. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. EPU: Edusp, 1980.

LAKONISHOK, J.; VERMAELEN, T. *Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers*. **The Journal of Finance**, v. 45, p.455-477. June, 1990.

LANG, Larry H.P.; LITZENBERGER, Robert H. *Dividend announcements: cash flow signaling vs. free cash flow hypothesis?* **Journal of Financial Economics**, v.24, n.1, p.181-191, Sep. 1989.

LIANO, Kartono; HUANG, Gow-cheng; MANAKYAN, Herman. *Market reaction to open market stock repurchases and industry affiliation*. **Journal of Business and Economics**. n. 42, p. 97-120, 1990.

LIE, Erik. *Operating performance following open market share repurchase announcements*. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 39, p. 411-436, 2005.

LINTNER, John. *Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes*. **The American Economic Review**, Papers and Proceedings of the Sixty-eighth Annual Meeting of the American Economic Association, v. 46, n. 2, p. 97-113. May, 1956. Publicado por: American Economic Association Stable. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/1910664>. Acesso em: 03/08/2010.

LITZENBERGER, Robert H.; RAMASWAMY, Krishna. *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, June 1979.

LONG JÚNIOR, John B. *The Market Valuation of Cash Dividends: A Case to Consider*. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 2-3, p. 235-264, Jun.-Sep., 1978.

LOPES, Alessandro Broedel; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. **Lucro vs dividendos na avaliação de empresas: um estudo empírico do caso brasileiro**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 27. 2003, Atibaia, SP. Anais... Atibaia: ANPAD, 2003. CD ROM.

LOPES, Alessandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o Modelo de Ohlson aplicado à Bovespa**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. **O Inter-Relacionamento entre Políticas de Dividendos e de Investimentos: Um Estudo Aplicado às Companhias Brasileiras Negociadas na BOVESPA**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 29. 2005, Brasília, DF. Anais... Brasília: ANPAD, 2005. CD ROM.

MARCONI, Maria de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Altas, 2006. 315 p.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007. 225 p.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Como o mercado reage a surpresa nos lucros? Resultados inesperados e retornos. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2005, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2005. CD-ROM.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: estudo empírico das empresas abertas brasileiras**. São Paulo, 2002. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MELLO, R. M; SHROFF, P. K. *Euity undervaluation and decisions related to repurchase tender offers: an empirical investigation*. **The Journal of Finance**, v. 55, n. 5, p. 2399-2424, Oct. 2000.

MILLER, Merton H.; SCHOLLES, Myron S. *Dividends and taxes*. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n. 4, p. 333-364, Dec. 1978.

MILLER, Merton H.; SCHOLES, Myron S. *Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence*. **Journal of Political Economy**, 1982.

MILLER, Merton H. ROCK, Kevin. *Dividend Policy under Asymmetric Information*. **The Journal of Finance**, v. 40, n. 4, p. 1031-1051. Sep., 1985. Publicado por: Blackwell Publishing for the American Finance Association. Disponível em: <http://www.jstor.org/stable/2328393>. Acesso em: 05/08/2010.

MILONAS, Nikolaos.; TRAVLOS, Nikolaos. *The Ex-dividend Day Stock Price Behavior in the Athens Stock Exchange*, **Working Paper Series**, Jun. 2001. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274080. Acesso em: 20/08/2010.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, Oct. 1961.

MOTA, Daniel Camarotto; EID JÚNIOR, Willian. **Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD ROM.

MYERS, S. C. *The capital structure puzzle*. **Journal of Finance**, v. 39, p. 575-592, 1984.

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

NASCIMENTO, Sandro de Freitas; NOSSA, Silvania Neris. **Motivações Determinantes Para a Recompra de Ações: Um Estudo Empírico no Mercado de Ações Brasileiro no Período de 1995 a 2008**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 34. 2010, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. CD ROM.

NESS JÚNIOR, Walter Lee; ZANI, João. Os juros sobre capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, v. 36, n. 2, p. 89-102, abr./jun. 2001.

NEVES, S. da; VICECONTI, P. E. V. **Contabilidade Avançada**. 12. ed. São Paulo: Frase, 2003.

NISSIM, D.; ZIV, A. *Dividend Changes and Future Profitability*. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 56, n. 6, p. 2111-2133, Dec. 2001.

NOSSA, Valcemiro; NOSSA, Silvania Neris. **O impacto da Distribuição de dividendos e da Recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004)**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 31. 2007, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD ROM.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. **Dividend yields e persistência anormais das ações: evidências do mercado brasileiro**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 2002, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2002. CD ROM.

OHLSON, J. A. *Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation*. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 661-687, 1995.

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SOUSA, Almir Ferreira de. **O Valor Econômico Adicionado (EVA) Possui maior Relação com o Retorno das Ações do Que o Lucro Líquido no Brasil?** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28. 2004, Curitiba, PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM.

PADOVEZE, Clóvis Luis; FREZATTI, Fábio; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. A decisão de distribuição de lucros. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI**, São Paulo, n. 11, p. 1-11, jun. 1994.

PAIVA, José Wagner Moraes de. LIMA, Álvaro Vieira. A influência da tributação e dos juros sobre capital próprio na política de dividendos das companhias brasileiras. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2001, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2001. CD-ROM.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SANTOS, Aline Barreto. **Vale a Pena Investir em Ações High Yield? Novas Evidências sobre o Efeito do Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio sobre os Preços das Ações Brasileiras**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 30. 2006, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2006. CD ROM.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; SANTOS, Aline Barreto; ZANINI, Alexandre. **Efeito do pagamento de proventos sobre os preços de ações de empresas**

maduras e em expansão agrupadas a partir de mapas auto organizáveis de Kohonem. ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2006, Vitória. Anais... Vitória: SBFIN, 2006. CD-ROM.

PETTIT, R. Richardson. *Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency.* **Journal of Finance**, v. 27, n. 5, p. 993-1007, 1972.

PETTIT, Richardson R. *Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends.* **Journal of Financial Economics**, v. 5, n. 3, p. 419-436, Dec. 1977.

PILOTO, Lucas Augusto de Moraes; SENRA, Luis Felipe Aragão de Castro. MORENO, Roberto. **Adaptação do WACC ao Juros Sobre Capital Próprio.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

POLI, Beatriz Trois Cunha. **A resposta das empresas à modificação tributária de 1989: dividendos x ganhos de capital.** Porto Alegre, 1993. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

PORTER, G.E; ROENFELDT, R.L; SICHERMAN, N.W. *The value of open market repurchases of closed-end fund shares.* **The journal of Business**. v. 72 , n. 2, 1999.

PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz Trois Cunha. **A resposta das empresas à modificação tributária de 1990: dividendos x ganhos de capital.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 18. 2004, Curitiba, PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2008. CD ROM.

PROCIANOY, Jairo Laser; POLI, Beatriz Trois Cunha. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista Brasileira de Administração**, n. 4, p. 6-15, jul./ago. 1993.

PROCIANOY, Jairo Laser. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, v. 31, n. 2, p. 7-18, abr./jul. 1996.

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo. **O Efeito Clientela no Mercado Brasileiro.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2003. CD-ROM.

RAMOS, Cleber Fagundes. **A Influência da Tributação sobre o Retorno das Ações em Função da Distribuição de Dividendos feita pelas Companhias Negociadas na Bovespa: Um Estudo do Mercado Brasileiro.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 1997, Rio das Pedras, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 1997. CD ROM.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa Social: métodos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 1999. 334 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira.** 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 776 p.

SANTOS, Alex Gama Queiroz dos; FIRMINO, Adilson Luiz Gomes; BRUNI, Adriano Leal; MATSUMOTO, Alberto Shigueru. **O Comportamento dos Preços das Ações nos Dias Ex-dividendos e Ex-juros sobre Capital Próprio na Bolsa de Valores de São Paulo.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2004, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: SBFIN, 2004. CD-ROM.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Distorções na Análise Financeira, no Cálculo de Dividendos e de Impostos Provocadas pela Falta de Reconhecimento da Inflação nas Demonstrações Contábeis.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 1997, Rio das Pedras, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 1997. CD ROM.

SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Juros sobre o capital próprio: qual a relação existente entre essa forma de remuneração e as características das empresas?** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 32. 2008, Rio de Janeiro, RJ. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008. CD ROM.

SANTOS, Nelson dos. Aspectos relacionados com o lucro passível de distribuição e a manutenção do capital da empresa. **Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras - FIPECAFI**, São Paulo, n. 10, p. 1-13, mai. 1994.

SANVICENTE, Antônio Zoratto; MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. **Análise da série histórica de prêmio pelo risco de mercado estimados pelo modelo de dividendos descontados.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2006, Vitória. Anais... Vitória: SBFIN, 2006. CD-ROM.

SANVICENTE, Antonio Z. Considerações a respeito do efeito de declarações de dividendos sobre os valores de debêntures e ações ordinárias. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, v. 18, n. 1, p. 12-16, jan./mar. 1983.

SANCOVSCHI, Moacir; MATOS, Felipe Faissol Janot de. **Gerenciamento de lucros: o que pensam os administradores, contadores e outros profissionais de empresas no Brasil?** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 26. 2002, Salvador, BA. Anais... Salvador: ANPAD, 2002. CD ROM.

SARLO NETO, Alfredo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro. **A Capacidade Informacional dos Resultados Contábeis no Mercado Brasileiro: a Diferença entre as Ações Ordinárias e as Ações Preferenciais.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28. 2004, Curitiba, PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM.

SARLO NETO, Alfredo; LOSS, Lenita; NOSSA, Valcemiro; TEIXEIRA, A. J. C. **Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro.** CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 3. 2003, São Paulo, SP. Anais... São Paulo, 2003. CD ROM.

SANTOS, Alex Gama Queiroz dos; FIRMINO, Adilson Luiz Gomes; BRUNI, Adriano Leal; MATSUMOTO, Alberto Shiguero. **A Influência da Tributação sobre Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio no Comportamento dos Preços das Ações: uma Análise Empírica na Bovespa.** ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 28. 2004, Curitiba, PR. Anais... Curitiba: ANPAD, 2004. CD ROM.

SILVA, Sidnei Celerino da; PINTO, Marcos Roberto; MOTTA, Ana Carolina de Gouvêa Dantas; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Análise dos aspectos legais e normativos do cálculo e distribuição dos juros sobre o capital próprio efetuados pelas companhias abertas do setor siderúrgico no período de 2001 a 2003: estudo de casos. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 2, p. 37-57, abr./jun. 2006.

SILVA, Júlio Cesar G. da; BRITO, Ricardo D. **Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida para o Brasil.** ENCONTRO DA SOCIEDADE BRASILEIRA DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. Anais... São Paulo: SBFIN, 2003. CD-ROM.

SZUSTER, Natan. **Análise do lucro passível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da Empresa.** São Paulo, 1985. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

UBA, José David Vilela. Formação de preços e administração do capital de giro em contexto altamente inflacionário – seu impacto no risco da empresa. **Revista de Administração da USP – RAUSP**. São Paulo, v. 20, n. 4, p. 11-17, out./dez. 1985.

VERMAELEN, Theo. *Common Stock Repurchases and Market Signaling*. **Journal of Financial Economics**, n. 9, p.139-183. 1981.

VIEIRA, Kelmara Mendes; PROCIANOY, Jairo Laser. **Reação do mercado a *stock splits* e *stock dividends*: um estudo de evento e um teste para a hipótese de liquidez**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 22. 1998, Foz do Iguaçu, PR. Anais... Foz do Iguaçu: ANPAD, 1998. CD ROM.

VIEIRA, Kelmara Mendes; PROCIANOY, Jairo Laser. **Reação dos investidores a bonificações: um estudo em países da América Latina**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 25. 2001, Campinas, SP. Anais... Campinas: ANPAD, 2001. CD ROM.

ZANI, João; NESS Jr, Walter Lee. **Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento**. ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, 24. 2000, Florianópolis, SC. Anais... Florianópolis: ANPAD, 2000. CD ROM.

WATTS, R. *The Information Content of Dividends*. **The Journal of Business**, Chicago, v. 46, n. 2, p. 191-211, Apr. 1973.

WOOLRIDGE, J. Randall; GHOSH, Chinmoy. *Dividend Cuts: Do They Always Signal Bad News?* **Midland Corporate Finance Journal**, 1985.

REFERÊNCIA JURÍDICA

Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940.

Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

Decreto-Lei nº 2.287, de 23 de julho de 1986.

Lei nº 7.730, de 31 de janeiro de 1989.

Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989.

Lei nº 8.021, de 12 de abril de 1990.

Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

Medida Provisória nº 684, de 31 de outubro de 1994.

Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995.

Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996.

Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997.

Decreto Lei nº 3.000, de 26 de março de 1999.

Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001.

Lei nº 10.194, de 14 de fevereiro de 2001.

Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001.

Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007.

Lei 11.941, de 27 de maio de 2009.

APÊNDICE 1 – O instrumento de coleta de dados

Apresentação do questionário

O objetivo deste questionário é levantar os fatores levados em consideração no processo de decisão da destinação do lucro da empresa. O ideal é que ele seja respondido por uma pessoa que participe ativamente da decisão de destinação do lucro, tal como o diretor financeiro, o presidente do conselho de acionistas ou um dos acionistas majoritários da companhia, por exemplo.

INSTRUÇÕES PARA O PREENCHIMENTO:

Cada uma das 20 perguntas abaixo possui um fator que pode ou não estar sendo levado em consideração no momento em que a empresa decide a destinação do seu lucro. Para respondê-las, basta clicar com o mouse no grau de importância atribuída pela empresa a cada um dos fatores relacionados à decisão de destinação dos lucros.

Qual o grau de importância desses fatores na decisão de destinação dos lucros?

01 Legislação brasileira que prevê um dividendo mínimo obrigatório.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

02 Estatuto social da companhia.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

03 Disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

04 Orçamento para o próximo exercício social.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

05 Novas oportunidades de investimentos futuros.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

06 Expectativa de lucros futuros.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

07 Capacidade de manutenção dos dividendos no futuro, evitando oscilações.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

08 Efeito da inflação na formação do lucro contábil.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

09 Capacidade de captação de novos recursos externos para financiar investimentos.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

10 Manutenção ou deslocamento da estrutura ótima de capital.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

11 Estágio atual da empresa no seu ciclo de vida (crescimento, maturidade ou declínio).

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

12 Grau de consolidação da empresa no seu setor.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

13 Grau de estabilidade dos lucros da empresa.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

14 Risco operacional do setor em que a empresa atua (atividade de alto ou baixo risco).

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

15 Política de dividendos das outras empresas do mesmo setor.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

16 Política de dividendos das empresas de capital aberto em geral.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

17 Objetivo de longo prazo da empresa para o índice de distribuição de lucro.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

18 Ganho ou perda obtido(a) pelo acionista com a ação da empresa recentemente.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

19 Fontes alternativas de investimento na economia à disposição do acionista.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

20 Retorno exigido pelo acionista em relação ao retorno gerado pela empresa.

☐	☐	☐	☐	☐
Fator não considerado	Baixa importância	Nem importante nem sem importância	Relativamente importante	Muito importante

Além dos fatores acima relacionados, existe(m) algum(ns) outro(s) fator(es) levado(s) em consideração na decisão de destinação do lucro da empresa?

☐ Não, todos os fatores analisados pela empresa estão descritos acima.

☐ Sim, existem outros fatores, a saber:

Com relação aos fatores levados em consideração pela empresa na decisão de destinação dos lucros, responda:

- ☐ Os fatores são considerados simultaneamente na decisão de distribuição de lucros.
- ☐ Há um ordenamento (ranqueamento) dos fatores em ordem de importância, sendo considerados prioritariamente os mais relevantes.

Qual(is) a(s) forma(s) de distribuição de lucros tem sido utilizada pela empresa ultimamente? Havendo mais de uma opção, basta assinalar no quadro.

- ☐ Dividendos.
- ☐ Juros sobre capital próprio.
- ☐ Recompra de ações.
- ☐ Dividendos na forma de bonificações em ações.

Qual a periodicidade de distribuição de lucros utilizada normalmente pela empresa?

- ☐ Mensal. ☐ Semestral. ☐ Anual. ☐ Outra:

Por fim, qual o cargo/função do respondente do questionário?

Resposta:

APÊNDICE 2 – Relação de empresas da população

NÚMERO TOTAL DE EMPRESAS = 516.

AES ELPA S.A.
AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.
AES TIETE S.A.
AETATIS SECURITIZADORA S.A.
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A
AGRENCO LTD.
ALEF S.A.
ALFA HOLDINGS S.A.
ALIANSCE SHOPPING CENTERS S.A.
ALIUM PARTICIPACOES S.A.
ALL - AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA MALHA NORTE S.A.
ALLIS PARTICIPAÇÕES S.A.
ALTERE SECURITIZADORA S.A.
AMERICEL S.A.
AMIL PARTICIPACOES S.A.
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.
AMPLA INVESTIMENTOS E SERVICOS S.A.
ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.
ANDRADE GUTIERREZ PARTICIPACOES S.A.
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A
ÁQUILLA SECURITIZADORA S.A.
ARAUCARIA PARTICIPACOES S.A.
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.
ASTER SECURITIZADORA S.A.
AUTOMETAL S.A.
AZEVEDO E TRAVASSOS S.A.
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO
BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A.
BAHEMA S.A.
BANDEIRANTE ENERGIA S.A.
BANESTES S.A. - BCO EST ESPIRITO SANTO
BARDELLA S.A. INDUSTRIAS MECANICAS
BASEL PARTICIPACOES S.A.
BATTISTELLA ADM PARTICIPACOES S.A.
BAUMER S.A.
BCO ABC BRASIL S.A.
BCO ALFA DE INVESTIMENTO S.A.
BCO AMAZONIA S.A.
BCO BRADESCO S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

BCO BRASIL S.A.
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.
BCO DAYCOVAL S.A.
BCO ESTADO DE SERGIPE S.A. - BANESE
BCO ESTADO DO PARA S.A.
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.
BCO INDUSVAL S.A.
BCO MERCANTIL DE INVESTIMENTOS S.A.
BCO MERCANTIL DO BRASIL S.A.
BCO NORDESTE DO BRASIL S.A.
BCO PANAMERICANO S.A.
BCO PATAGONIA S.A.
BCO PINE S.A.
BCO SANTANDER (BRASIL) S.A.
BCO SOFISA S.A.
BELAPART S.A.
BELMONTE PARTICIPACOES S.A.
BEMATECH S.A.
BERNA PARTICIPACOES S.A.
BETA SECURITIZADORA S.A.
BETAPART PARTICIPACOES S.A.
BFB LEASING S.A. - ARREND.MERCANTIL
BGPARG S.A.
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP
BIC ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.
BICICLETAS MONARK S.A.
BIOMM S.A.
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT
BNDES PARTICIPACOES S.A. - BNDESPAR
BOMBRIL HOLDING S.A.
BONAIRE PARTICIPACOES S.A.
BOTUCATU TEXTIL S.A.
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.
BR PROPERTIES S.A.
BRADESCO LEASING S.A. ARREND MERCANTIL
BRADESPAR S.A.
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.
BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A.
BRASIL TELECOM S.A.
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

BRASKEM S.A.
BRASMOTOR S.A.
BRAZILIAN FINANCE E REAL ESTATE S.A.
BRAZILIAN SECURITIES CIA SECURITIZACAO
BRB BCO DE BRASILIA S.A.
BRC SECURITIZADORA S.A.
BRF - BRASIL FOODS S.A.
BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A.
BROOKFIELD SÃO PAULO EMPREEND IMOBILIÁRIOS S.A.
BRZ INVESTIMENTOS S.A.
BTG PACTUAL STIGMA PARTICIPAÇÕES S.A.
BUETTNER S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
BV LEASING - ARRENDAMENTO MERCANTIL S.A.
CABINDA PARTICIPACOES S.A.
CACONDE PARTICIPACOES S.A.
CAFE SOLUVEL BRASILIA S.A.
CAGECE - CIA DE AGUA E ESGOTO DO CEARA
CAIANDA PARTICIPACOES S.A.
CALAIS PARTICIPACOES S.A.
CAMARGO CORREA CIMENTOS S.A.
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.
CAMBUCI S.A.
CAPITALPART PARTICIPACOES S.A.
CCR S.A.
CELULOSE IRANI S.A.
CEMEPE INVESTIMENTOS S.A.
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.
CENTENNIAL ASSET PARTICIP.AMAPA S.A.
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT
CERAMICA CHIARELLI S.A.
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO
CETIP S.A. - BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIV.
CIA BANDEIRANTES DE ARMAZENS GERAIS
CIA BEBIDAS DAS AMERICAS - AMBEV
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO
CIA BRASILIANA DE ENERGIA
CIA CACIQUE DE CAFE SOLUVEL
CIA CATARINENSE DE AGUAS E SANEAM.-CASAN

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGP
CIA DE RECUPERACAO SECUNDARIA
CIA DISTRIB DE GAS DO RIO DE JANEIRO-CEG
CIA DOCAS DE IMBITUBA
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA
CIA ENERGETICA DE BRASILIA
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE
CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT
CIA FERRO LIGAS DA BAHIA - FERBASA
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA
CIA GAS DE SAO PAULO - COMGAS
CIA HABITASUL DE PARTICIPACOES
CIA HERING
CIA IGUACU DE CAFE SOLUVEL
CIA INDUSTRIAL CATAGUASES
CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.
CIA MELHORAMENTOS DE SAO PAULO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL
CIA PARTICIPACOES ALIANCA DA BAHIA
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ
CIA PIRATININGA DE FORCA E LUZ
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG
CIA SANEAMENTO DO PARANA - SANEPAR
CIA SEGUROS ALIANCA DA BAHIA
CIA SIDERURGICA NACIONAL
CIA TECIDOS NORTE DE MINAS COTEMINAS
CIA TECIDOS SANTANENSE
CIA TELECOMUNICACOES DO BRASIL CENTRAL
CIELO S.A.
CIMOB PARTICIPACOES S.A.
CIMS S.A.
CLARION S.A. AGROINDUSTRIAL
COARI PARTICIPACOES S.A.
COBRASMA S.A.
CONC ROD AYRTON SENNA E CARV PINTO S.A.-ECOPISTAS

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

CONC ROD OSORIO-PORTO ALEGRE S.A-CONCEPA
CONC SIST ANHANG-BANDEIRANT S.A. AUTOBAN
CONCESSIONARIA ECOVIAS IMIGRANTES S.A.
CONCESSIONARIA RIO-TERESOPOLIS S.A.
CONCESSIONARIA ROD.OESTE SP VIAOESTE S.A
CONCESSIONARIA RODOVIA PRES. DUTRA S.A.
CONCESSIONÁRIA ROTA DAS BANDEIRAS S.A.
CONFAB INDUSTRIAL S.A.
CONSERVAS ODERICH S.A.
CONSORCIO ALFA DE ADMINISTRACAO S.A.
CONSTRUTORA ADOLPHO LINDENBERG S.A.
CONSTRUTORA BETER S.A.
CONSTRUTORA LIX DA CUNHA S.A.
CONSTRUTORA SULTEPA S.A.
CONSTRUTORA TENDA S.A.
CONTAX PARTICIPACOES S.A.
COPACABANA PRINCE PARTICIPAÇÕES S.A.
CORREA RIBEIRO S.A. COMERCIO E INDUSTRIA
COSAN LIMITED
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
CP CIMENTO E PARTICIPACOES S.A.
CPFL ENERGIA S.A.
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.
CREMER S.A.
CSU CARDSYSTEM S.A.
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA
CTX PARTICIPAÇÕES S.A.
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART
DALETH PARTICIPACOES S.A.
DHB INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.
DIBENS LEASING S.A. - ARREND.MERCANTIL
DIMED S.A. DISTRIBUIDORA DE MEDICAMENTOS
DINAMICA ENERGIA S.A.
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.
DIXIE TOGA S.A.
DOCAS INVESTIMENTOS S.A.
DOHLER S.A.
DROGASIL S.A.
DTCOM - DIRECT TO COMPANY S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

DUFY A.G.
DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.
DURATEX S.A.
EBX BRASIL S.A.
ECORODOVIAS CONCESSÕES E SERVIÇOS S.A.
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.
ELECTRO ACO ALTONA S.A.
ELEKEIROZ S.A.
ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR
ELETRON S.A.
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.
EMBRAER S.A.
EMBRATEL PARTICIPACOES S.A.
EMPRESA CONC RODOV DO NORTE S.A.ECONORTE
EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL
EMPRESA NAC COM REDITO PART S.A.ENCORPAR
ENERGISA S.A.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.
ERSA - ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.
ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.
ETERNIT S.A.
EUCATEX S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.
EXCELSIOR ALIMENTOS S.A.
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.
FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.
FERROVIA CENTRO-ATLANTICA S.A.
FERTILIZANTES HERINGER S.A.
FIACAO TEC SAO JOSE S.A.
FIBAM COMPANHIA INDUSTRIAL
FIBRA CIA SECURIT. DE CRED. IMOBILIARIOS
FIBRIA CELULOSE S.A.
FINANCEIRA ALFA S.A.- CRED FINANC E INVS
FINANSINOS S.A.- CREDITO FINANC E INVEST
FLEURY S.A.
FORJAS TAURUS S.A.
FORPART S.A.
FRAS-LE S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

FUTURETEL S.A.
GAFISA S.A.
GAIA SECURITIZADORA S.A.
GAMA PARTICIPACOES S.A.
GAZOLA S.A. INDUSTRIA METALURGICA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.
GERDAU S.A.
GLOBEX UTILIDADES S.A.
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.
GP INVESTMENTS. LTD.
GPC PARTICIPACOES S.A.
GRAZZIOTIN S.A.
GRENDENE S.A.
GRUCAI PARTICIPACOES S.A.
GTD PARTICIPACOES S.A.
GUARARAPES CONFECÇOES S.A.
HAGA S.A. INDUSTRIA E COMERCIO
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.
HERCULES S.A. FABRICA DE TALHERES
HOPI HARI S.A.
HOTEIS OTHON S.A.
HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A.
HYPERMARCAS S.A.
IDEIASNET S.A.
IGB ELETRÔNICA S/A
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A
IMIGRANTES CIA SEC.DE CRED.IMOBILIARIOS
IMOWEL SECURITIZADORA S.A.
INDUSTRIAS J B DUARTE S.A.
INDUSTRIAS ROMI S.A.
INEPAR ENERGIA S.A.
INEPAR S.A. INDUSTRIA E CONSTRUÇOES
INEPAR TELECOMUNICACOES S.A.
INFRASEC SECURITIZADORA S.A.
INPAR S.A.
INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A.
INV E PART INFRA-ESTRUTURA S.A. -INVEPAR
INVESTCO S.A.
INVESTIMENTOS BEMGE S.A.
INVITEL LEGACY S.A.
IOCHPE MAXION S.A.
ITAITINGA PARTICIPACOES S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.
ITAU UNIBANCO HOLDING S.A.
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.
ITAUSEG PARTICIPACOES S.A.
ITAUTEC S.A. - GRUPO ITAUTEC
J. MACEDO S.A.
JBS S.A.
JEREISSATI PARTICIPACOES S.A.
JHSF PARTICIPACOES S.A.
JOAO FORTES ENGENHARIA S.A.
JOSAPAR-JOQUIM OLIVEIRA S.A. - PARTICIP
JSL S.A.
KAROON PETRÓLEO E GÁS S.A.
KARSTEN S.A.
KEPLER WEBER S.A.
KLABIN S.A.
KROTON EDUCACIONAL S.A.
LA FONTE TELECOM S.A.
LAEP INVESTMENTS LTD.
LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS
LF TEL S.A.
LIGAFUTEBOL S.A.
LIGHT S.A.
LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.
LITEL PARTICIPACOES S.A.
LLX LOGISTICA S.A.
LOCALIZA RENT A CAR S.A.
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.
LOJAS AMERICANAS S.A.
LOJAS HERING S.A.
LOJAS RENNER S.A.
LONGDIS S.A.
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.
LUPATECH S.A.
M G POLIESTER S.A.
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.
MAHLE-METAL LEVE S.A.
MANGELS INDUSTRIAL S.A.
MANUFATURA DE BRINQUEDOS ESTRELA S.A.
MAORI S.A.
MARAMBAIA ENERGIA RENOVAVEL S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

MARCOPOLO S.A.
MARFRIG ALIMENTOS S/A
MARISA LOJAS S.A.
MARISOL S.A.
MATONE SECURITIZADORA S.A.
MCM CIMENTOS S.A.
MENDES JUNIOR ENGENHARIA S.A.
MERCANTIL BRASIL FINANC S.A. C.F.I.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.
METALGRAFICA IGUACU S.A.
METALURGICA DUQUE S.A.
METALURGICA GERDAU S.A.
METALURGICA RIOSULENSE S.A.
METISA METALURGICA TIMBOENSE S.A.
METROPOLIS EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.
MILLENNIUM INORGANIC CHEMICALS BR S.A.
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.
MINASMAQUINAS S.A.
MINERVA S.A
MINUPAR PARTICIPACOES S.A.
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.
MONTEIRO ARANHA S.A.
MONTICIANO PARTICIPACOES S.A.
MPX ENERGIA S.A.
MRS LOGISTICA S.A.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.
MULTIPLUS S.A.
MUNDIAL S.A. - PRODUTOS DE CONSUMO
NADIR FIGUEIREDO IND E COM S.A.
NATURA COSMETICOS S.A.
NEOENERGIA S.A.
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.
NEWTEL PARTICIPACOES S.A.
NORDON INDUSTRIAS METALURGICAS S.A.
NOVA ACAA PARTICIPACOES S.A.
NOVA AMERICA S.A.
NOVA SECURITIZACAO S.A.
NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.
ODONTOPREV S.A.
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

OPPORTUNITY ENERGIA E PARTICIPACOES S.A.
OSX BRASIL S.A.
PANATLANTICA S.A.
PARANA BCO S.A.
PARANAPANEMA S.A.
PARCOM PARTICIPACOES S.A.
PATRIA CIA SECURITIZADORA DE CRED IMOB
PDG COMPANHIA SECURITIZADORA
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES
PETROLEO BRASILEIRO S.A. PETROBRAS
PETROPAR S.A.
PETTENATI S.A. INDUSTRIA TEXTIL
PLASCAR PARTICIPACOES INDUSTRIAIS S.A.
POLPAR S.A.
PORTO SEGURO S.A.
PORTOBELLO S.A.
PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A.
POSITIVO INFORMATICA S.A.
PRIVATINVEST PARTICIPACOES S.A.
PRÓ METALURGIA S.A.
PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.
PROMPT PARTICIPACOES S.A.
PRONOR PETROQUIMICA S.A.
QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.
QGN PARTICIPACOES S.A.
RAIA S.A.
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES
RASIP AGRO PASTORIL S.A.
RB CAPITAL SECURIT. RESIDENCIAL S.A.
RB CAPITAL SECURITIZADORA S.A.
RECRUSUL S.A.
REDE ENERGIA S.A.
REDECARD S.A.
REDENTOR ENERGIA S.A.
REFINARIA DE PETROLEOS MANGUINHOS S.A.
RENAR MACAS S.A.
RENOVA ENERGIA S.A.
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.
RET PARTICIPACOES S.A.
RIMET EMPREEND INDS E COMERCIAIS S.A.
RIO GRANDE ENERGIA S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.
ROSSI RESIDENCIAL S.A.
SAM INDUSTRIAS S.A.
SANESALTO SANEAMENTO S.A.
SANSUY S.A. INDUSTRIA DE PLASTICOS
SANTHER FAB DE PAPEL STA THEREZINHA S.A.
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.
SÃO MARTINHO S.A.
SAO PAULO TURISMO S.A.
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES
SAUIPE S.A.
SCHULZ S.A.
SELECTPART PARTICIPACOES S.A.
SERGEN SERVICOS GERAIS DE ENG S.A.
SETIBA PARTICIPACOES S.A.
SIDERURGICA J. L. ALIPERTI S.A.
SLC AGRICOLA S.A.
SOLVAY INDUPA S.A.I.C.
SONAE SIERRA BRASIL S.A.
SONDOTECNICA ENGENHARIA SOLOS S.A.
SOUZA CRUZ S.A.
SPRINGER S.A.
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.
STEEL DO BRASIL PARTICIPAÇÕES S.A.
SUBESTACAO ELETROMETRO S.A.
SUDESTE S.A.
SUL 116 PARTICIPACOES S.A.
SUL AMERICA S.A.
SUZANO HOLDING S.A.
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.
T4F ENTRETENIMENTO S.A.
TAIPE TRANCOSO EMPREENDIMENTOS S.A.
TAM S.A.
TARPON INVESTIMENTOS S.A.
TC SECURITIES CIA DE SECURITIZACAO
TEC TOY S.A.
TECBLU TECELAGEM BLUMENAU S.A.
TECNISA S.A.
TECNOSOLO ENGENHARIA S.A.
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.
TEKA-TECELAGEM KUEHNRIK S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

TEKNO S.A. - INDUSTRIA E COMERCIO
TELE NORTE CELULAR PARTICIPACOES S.A.
TELE NORTE LESTE PARTICIPACOES S.A.
TELEC BRASILEIRAS S.A. TELEBRAS
TELEC DE SAO PAULO S.A. - TELESP
TELEFONICA S.A.
TELEMAR NORTE LESTE S.A.
TELEMAR PARTICIPACOES S.A.
TELINVEST S.A.
TEMPO PARTICIPACOES S.A.
TEREOS INTERNACIONAL S.A.
TERMINAIS PORTUARIOS PONTA DO FELIX S.A.
TERMINAL GARAGEM MENEZES CORTES S.A.
TERMOPERNAMBUCO S.A.
TEXTIL RENAUXVIEW S.A.
TFA SECURITIZADORA S.A.
TIM PARTICIPACOES S.A.
TOTVS S.A.
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.
TRACTEBEL ENERGIA S.A.
TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
TREVISA INVESTIMENTOS S.A.
TRISUL S.A.
TUPY S.A.
ULBRA RECEBIVEIS S.A.
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.
UNI CIDADE SP TRUST DE RECEBIVEIS S.A.
UNIDAS S.A.
UNIPAR PARTICIPAÇÕES S.A.
UNIVERCIDADE TRUST DE RECEBIVEIS S.A.
UNIVERSO ONLINE S.A.
UPTICK PARTICIPACOES S.A.
USINA COSTA PINTO S.A. ACUCAR ALCOOL
USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS
VALE FERTILIZANTES S.A.
VALE S.A.
VALETRON S.A.
VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A.
VBC ENERGIA S.A.
VICUNHA SIDERURGIA S.A.
VICUNHA TEXTIL S.A.
VISION SECURITIZADORA S.A.

Continuação do Apêndice 2 – Relação de empresa da população

VIVO PARTICIPACOES S.A.

VOTORANTIM FINANCAS S.A.

VULCABRAS/AZALEIA S.A.

WEG S.A.

WEMBLEY SOCIEDADE ANONIMA

WETZEL S.A.

WHIRLPOOL S.A.

WIEST S.A.

WILSON SONS LTD.

WLM - INDUSTRIA E COMERCIO S.A.

WTORRE CRJ SECURITIZADORA CRED IMOB S.A.

XX DE NOVENBRO INVESTIMENTOS E PARTICIPAÇÕES S.A.

YARA BRASIL FERTILIZANTES S.A.

ZAIN PARTICIPACOES S.A.