

Roberto Frota Décourt

**O PROCESSO DECISÓRIO DA DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS DAS
EMPRESAS LISTADAS NA BOVESPA**

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy

Porto Alegre
2009

AGRADECIMENTOS

Agradeço os servidores da UFRGS por todo apoio nestes quatro anos. No meu primeiro dia na UFRGS já fui surpreendido positivamente pelo fantástico recebimento que tive e o alto padrão se manteve nestes quatro anos. Agradeço os professores do PPGA, PPGE e UIUC. Tive a oportunidade de ter disciplinas maravilhosas e excelente apoio extra-aula sempre que precisei. Também agradeço a todos os meus colegas de doutorado e mestrado, que contribuíram com a qualidade das aulas e proporcionaram um excelente ambiente.

Agradeço todos amigos que fiz fora da universidade. Eles nos receberam muito bem e foram importantes na criação de um bom ambiente para a pesquisa. Agradeço aos professores Richard Saito, Slongo e Terra pela importante participação que tiveram nesta tese ao participarem da minha banca de projeto e contribuírem efetivamente com minha pesquisa.

Também agradeço a CAPES pelo duplo apoio financeiro: bolsa doutorado e bolsa sandwich. A bolsa sandwich foi uma experiência incrível e agradeço o Prof. Heitor pela oportunidade e total hospitalidade em Urbana-IL. Agradeço à ApimecSul e IBGC pelo apoio e envio de questionários aos diretores financeiros participantes da pesquisa.

Agradeço os meus irmãos Andrea e Luciano que mesmo em São Paulo, sempre estiveram por perto, torcendo e prontos para ajudar no que fosse preciso e os meus pais Beth e Luciano que me apoiaram a vida toda, vieram diversas vezes a Porto Alegre e ainda se preocupam com os filhos como se tivéssemos seis anos.

Agradeço o Prof. Jairo, que tornou tudo isso possível ao me aceitar como seu orientando e por tudo que me ensinou nestes 4 anos. Tinha enorme expectativa de aprender muito sobre finanças e hoje, ao final do doutorado, vejo que aprendi com o Prof. Jairo mais finanças do que esperava e apesar da positiva surpresa, não tenho dúvida em afirmar que finanças foi apenas uma pequena parcela do meu aprendizado. Os principais ensinamentos do Prof. Jairo foram além das finanças.

Por fim, agradeço minhas três meninas Alessandra, Carolina e Roberta que me atrapalharam estes quatro anos. Elas reclamavam que ficava muito tempo no computador, que não lhes dava a devida atenção e por tudo mais que elas fizeram para contribuir com o atraso desta tese. Elas são pessoas maravilhosas e com toda a certeza, sem elas por perto não teria nem um décimo do prazer que tive em realizar esta tese e provavelmente não teria a terminado.

RESUMO

Com o objetivo de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa foi construído um amplo questionário que foi enviado ao CFO dessas empresas. Recebemos respostas de 65 empresas. Foi identificado que a decisão final sobre a política de dividendos é, na maioria das empresas, do conselho de administração que recebe a proposta da administração da empresa. Os principais fatores analisados para a definição dos dividendos são o lucro líquido do exercício e geração de caixa. Os executivos consideram como formas de distribuição de lucros principalmente os dividendos e juros sobre capital próprio. A recompra de ações é considerada benéfica aos acionistas, mas é tratada pela maioria dos respondentes como uma decisão de investimento e não distribuição de lucros. O juros sobre capital próprio é utilizado pela imensa maioria das empresas devido ao benefício fiscal que ele proporciona à empresa. Os executivos pesquisados acreditam que a política de dividendos é uma ferramenta de criação de valor para a empresa e a maioria deles afirmaram que não adotariam uma política que considerassem inadequada apenas para satisfazer os acionistas da empresa. Todavia há indícios de que o tipo de incentivo utilizado para remunerar os executivos afeta a política de dividendos da empresa, o que sugere a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas. O estágio da empresa em seu ciclo de vida apareceu como importante na definição da política de dividendos, sendo o endividamento e investimentos variáveis importantes neste processo. Desta forma reduções nos dividendos, podem sinalizar expectativa de geração de caixa e lucros menores e aumentos nos dividendos falta de bons projetos de investimento.

ABSTRACT

It was designed a wide questionnaire to research how managers of listed Brazilian companies determine dividend policy. In total, 65 managers responded to the survey. It was identified that the final decision about dividend is of the board of directors. They analyze the management proposal. The main factors analyzed to determine dividends are net profit and cash earnings. The managers mainly consider interest on own capital and dividends as instruments for payout policy. They believe that the share repurchase is advantageous to shareholders, however it is viewed as an investment decision. The interest on own capital is broadly used because it provides a fiscal benefit to the company. The managers believe that payout policy can create value to the firm and most of them does not would adopt a payout policy for the management inadequate to satisfy the shareholders. However, it seems that remuneration policy for the management affects the dividends. This suggests an agency conflict between manager and shareholders. The life cycle of the company is correlated with payout policy. Debt and investment are important variable in this process. Dividend cuts can be interpreted as a sign that the company expect lower profits and cash earnings, while if the firm raises dividends, it can be a signal that they must not have very good investment opportunities.

SUMÁRIO

1. Introdução.....	7
1.1. Problema de Pesquisa.....	11
1.2. Objetivos.....	13
1.2.1. Objetivo geral.....	13
1.2.2. Objetivos específicos.....	13
1.3. Justificativa.....	13
2. Referencial teórico.....	15
2.1 Relevância dos dividendos.....	17
2.2 Irrelevância dos dividendos.....	19
2.2.1. A opinião dos executivos sobre valor.....	20
2.3. A influência dos impostos.....	20
2.3.1. A opinião dos executivos sobre os impostos.....	22
2.3.2. A influência dos impostos no Brasil.....	23
2.4. Assimetria informacional.....	24
2.4.1. A opinião dos executivos sobre assimetria informacional.....	25
2.4.2. Assimetria informacional no Brasil.....	25
2.5. Problemas de agência.....	28
2.5.1 A opinião dos executivos sobre problemas de agência.....	29
2.5.2 Problemas de agência no Brasil.....	30
2.6. Ciclo de vida da empresa.....	32
2.6.1. A percepção dos executivos sobre o ciclo de vida da empresa.....	34
2.6.2. Ciclo de vida da empresa no Brasil.....	35
2.7. Levantamentos com executivos.....	35
2.7.1. Lintner (1956).....	36
2.7.2. Baker, Gallagher e Morgan (1981).....	38
2.7.3. Baker, Farrelly e Edelman (1985).....	40
2.7.4. Partington (1985).....	42
2.7.5. Partington (1989).....	43
2.7.6. Wansley, Lane e Sarkar (1989).....	44
2.7.7. Pruitt e Gitman (1991).....	46
2.7.8. Baker e Powell (2000).....	47
2.7.9. Baker, Veit e Powell (2001).....	50
2.7.10. Frankfurter et al. (2002).....	52
2.7.11. Seneque e Gourley (2002).....	55
2.7.12. Baker et al. (2003) Partington (1985).....	56
2.7.13. Brav et al. (2004).....	57
2.7.14. Chee e Hassan (2005).....	60
2.7.15. Baker, Mukherjee e Paskelian (2006).....	61
2.7.16. Baker et al. (2007).....	65
2.7.17. Resumo dos levantamentos.....	68

3. Método.....	74
3.1. Instrumento de pesquisa.....	76
3.2. Aspectos abordados no questionário.....	79
3.2.1. Formas de distribuição de lucro aos acionistas da empresa.....	79
3.2.2. Valor e a política de dividendos.....	80
3.2.3. Impostos e a política de dividendos.....	81
3.2.4. Sinalização e a política de dividendos.....	82
3.2.5. Custos de agência e a política de dividendos.....	83
3.2.6. Ciclo de vida da empresa e a política de dividendos.....	84
3.2.7. Fatores analisados e a política de dividendos.....	85
3.2.8. Responsáveis pela decisão.....	86
3.2.9. Influência de características da empresa no processo decisório sobre a distribuição de lucros.....	87
3.3. Análise dos dados.....	88
3.4. Amostra.....	89
4. Resultados.....	93
4.1. Formas de distribuição de lucro aos acionistas da empresa.....	93
4.2. Valor e a política de dividendos.....	98
4.3. Impostos e a política de dividendos.....	103
4.4. Sinalização e a política de dividendos.....	105
4.5. Custos de agência e a política de dividendos.....	107
4.6. Ciclo de vida da empresa e a política de dividendos.....	109
4.7. Fatores analisados e a política de dividendos.....	110
4.8. Responsáveis pela decisão.....	112
4.9. Limitações da pesquisa.....	114
5. Conclusões.....	115
6. Referências Bibliográficas.....	117
7. Anexos.....	122
7.1. Tabela questões de concordância.....	122
7.2. Questionário.....	123

1. Introdução

A definição da política de dividendos é uma importante decisão que deve ser analisada por executivos e acionistas. O quanto a empresa irá distribuir do lucro obtido e qual a forma de distribuição desses recursos são decisões a serem definidas pelos acionistas. No Brasil, o controle está concentrado em poucos acionistas; portanto, apenas alguns investidores, detentores do controle, têm o poder de definir o montante e a forma de distribuição de lucros, dentro dos limites da Lei. Valadares e Leal (2000) identificaram que 62,5% das empresas listadas na Bovespa são controladas por um único acionista, que possui mais de 50% das ações com direito a voto.

Os demais acionistas, proprietários de ações sem direito a voto ou representantes de uma parcela do capital votante fora do grupo de controle não têm poder de decisão sobre a distribuição de lucros e, portanto, somente reagem às decisões dos controladores, comprando (quando satisfeitos) ou vendendo (quando insatisfeitos) ações e assim provocando variações no valor de mercado da firma.

O montante total de dividendos distribuídos está crescendo no Brasil, fato que mereceu destaque na imprensa com a publicação de levantamento feito por Carnier (2005) no montante de dividendos e de juros sobre o capital próprio (JSCP) distribuídos pelas companhias abertas e creditados pela Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLIC) aos acionistas nos últimos anos: R\$ 13,648 bilhões em 2004, R\$ 9,039 bilhões em 2003 e R\$ 6,936 bilhões em 2002. Em levantamento mais recente Gamez (2006) constatou um crescimento de 30% nos dividendos em 2005, totalizando R\$ 17,7 bilhões de repasse para os acionistas.

Mesmo na crise, os dividendos continuam crescendo. O último trimestre de 2008 foi um período de aprofundamento de uma grande crise financeira mundial que teve como um dos marcos a quebra do Lehman Brothers no dia 15 de setembro de 2008 e até o final do primeiro trimestre de 2009 não há sinais de término desta crise. Camarotto e Torres (2009) realizaram um levantamento dos anúncios de dividendos e juros sobre capital próprio realizados pelas 20 maiores de capital aberto no Brasil nos quatro meses após o anúncio da quebra do Lehman Brothers e comparou com os anúncios destas mesmas empresas no mesmo período do ano anterior (fim de 2007 e início de 2008). Na crise, segundo os autores, houve crescimento no total de remuneração aos acionistas de R\$ 18,5 bilhões para R\$ 21,7 bilhões.

Este período talvez não esteja refletindo a crise no Brasil. Os resultados apresentados neste período, refere-se ao terceiro trimestre de 2008, período que as empresas brasileiras ainda apresentaram alta rentabilidade.

Os números divulgados por Carnier (2005), Gamez (2006) e Camarotto e Torres (2009) podem não representar uma mudança na política de dividendos, podendo ser apenas uma consequência da elevação dos lucros das empresas e da abertura de capital na Bovespa por grande número de empresas, ambas ocorridas nos últimos anos. Ainda assim, essas notícias são um reflexo do maior interesse dos investidores pelos dividendos.

Pavini (2005) também acredita no maior interesse dos investidores pelos dividendos e afirma que várias instituições lançaram fundos de ações com o objetivo de investir em empresas historicamente boas pagadoras de dividendos para atender à procura dos investidores, aumentando a participação de desse tipo de fundo no mercado.

Diversos estudos (Procianoy e Vieira, 2003; Heineberg e Procianoy, 2003; Novis Neto e Saito, 2003; Procianoy e Moreira, 2004) têm testado a reação do mercado à divulgação de pagamento de dividendos, recompra de ações, bonificações e desdobramentos.

Todavia esses trabalhos são baseados em dados de mercado, cotações de ações, divulgação de pagamento de dividendos, recompra de ações, relação entre dividendos pagos e lucro líquido, entre outras formas de comparar a prática das empresas e as consequências nos valores da ação. Esses trabalhos ajudam a compreender vários aspectos da política de dividendos, mas não permitem identificar quais fatores são considerados e analisados no processo de definição da política de dividendos.

As hipóteses baseadas somente em dados de mercado não foram capazes de explicar totalmente por que as empresas pagam dividendos ou recompram ações. Black (1976), nos EUA, considerou o pagamento de dividendos como um enigma, uma vez que essa forma de distribuição de recursos nos EUA, naquele montante, é tributada com alíquota de imposto superior à de outras alternativas para remunerar os acionistas, tal como a recompra de ações; ou seja, ao pagar dividendos a empresa estará gerando um maior custo fiscal potencial aos seus acionistas, podendo, assim, resultar em menor valor após os impostos.

Ao longo dos anos, diversas teorias tentam explicar os motivos que levam as empresas a pagar dividendos em um ambiente fiscal desfavorável para essa forma de distribuição de lucros, como nos

EUA, mas ainda não foi identificada nenhuma explicação conclusiva para essa questão. Foram apontadas possíveis justificativas para o enigma americano, tais como a sinalização para diminuir a assimetria informacional entre gestores e acionistas (Bhattacharya, 1979) e a redução do caixa disponível para disciplinar os gestores e diminuir o problema de agência (Easterbrook, 1984). Além dessas explicações, Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) relacionam os dividendos com o estágio de maturidade da empresa.

Frankfurter et al. (2002) consideram que a mesma lógica do *homo economicus* que criou o enigma dos dividendos continua sendo utilizada para tentar responder respondê-lo. Do ponto de vista racional não faz sentido o pagamento de dividendos em mercados onde este é mais tributado que o ganho de capital, pois essa atitude não está maximizando a riqueza dos acionistas, uma vez que o lucro poderia ser distribuído aos mesmos investidores na forma de recompra de ações. Dessa forma, Frankfurter et al. (2002) acreditam que para entender o enigma é necessário estudar o processo de decisão do pagamento de dividendos.

O entendimento do processo de definição da política de dividendos deve ser buscado entre os responsáveis pela decisão. Legalmente, no Brasil, essa decisão é da Assembléia Geral Ordinária (AGO) ou da Assembléia Geral Extraordinária (AGE), mas é importante verificar se os acionistas realmente determinam os dividendos ou se apenas aprovam as decisões da gestão.

As preferências dos investidores podem influenciar essa decisão, porém, mais importante do que a real preferência dos investidores é a percepção dos executivos sobre as expectativas dos acionistas, já que a interpretação do gestor pode estar errada e, conseqüentemente, suas decisões podem desagradar os investidores e provocar uma queda no valor das ações.

Um importante aspecto a ser analisado é o imposto incidente nas distribuições de lucro, pois afetam diretamente a riqueza dos acionistas. No Brasil, desde 1989 os acionistas estão isentos de imposto de renda em relação aos dividendos recebidos. A alíquota incidente sobre o ganho de capital variou nos últimos anos, e desde 2004 é de 15%. A partir de 1996 passou a existir também o JSCP, que proporciona um benefício fiscal à empresa e é tributado em 15% quando pago ao acionista pessoa física e como receita financeira pelo acionista pessoa jurídica. Procianny (2006) considera que nesta situação cabe o questionamento de por que fazer recompra de ações no Brasil, sendo essa desvantajosa em termos fiscais. Questão essa equivalente a por que se paga dividendos nos EUA.

Procianoy e Poli (1993) apresentaram uma sugestão criativa de política de dividendos, com vantagens fiscais para os acionistas de acordo com a legislação fiscal da época, semelhante à atual, em que os dividendos não são tributados e o ganho de capital sim, com a diferença da alíquota atual de 15% (sem correção monetária) ser inferior à mínima da época, de 25%.

A proposta dos autores era a distribuição máxima possível de dividendos e uma emissão particular de ações, simultaneamente, para recapitalização da empresa. Tal sugestão não apresenta nem ganhos e nem perdas para a empresa; todavia, reduz o ganho de capital do acionista em uma futura venda de suas ações, diminuindo assim a possível tributação dessa futura operação. Nesse cenário, a decisão racional dos gestores de empresas brasileiras não seria definir quanto distribuir de dividendos, mas sim, quanto recapitalizar a empresa com uma emissão particular de ações.

A estratégia dos autores ficou mais simples após 2001, pois de acordo com o § 1º do art. 25 da IN/SRF 25/2001, o custo atribuído às novas ações distribuídas aos acionistas através de bonificação resultante do aumento do capital social mediante a capitalização das reservas, com emissão de novas ações, pode ser somado ao custo das ações de emissão dessas empresas, já detidas pelos acionistas.

Procianoy (1996) analisou o impacto da mudança fiscal e identificou um pequeno acréscimo no *payout* das empresas brasileiras no início dos anos 90, mas aquém do que deveria ter sido distribuído. O autor considerou que o excesso de retenção de lucros era uma evidência da existência de um conflito de interesses entre os acionistas majoritários, que exerciam o controle da empresa com uma pequena parcela do capital, e acionistas minoritários, que teriam direito à maior parcela dos dividendos, caso fossem distribuídos.

A legislação fiscal brasileira no fim da primeira década do século XXI não é a mesma de 1993. Houve mudanças na alíquota do ganho de capital e a criação dos juros sobre capital próprio, mas os acionistas, ao receberem dividendos, continuam isentos de tributação nesta operação; além disso, o pagamento de juros sobre o capital próprio, apesar de tributado, gera um benefício fiscal para a empresa, o que torna interessante para os acionistas e para empresa a total distribuição de lucros através de juros sobre capital próprio e dividendos além da realização de uma subscrição para recuperar os recursos necessários à empresa.

Esta tese busca contribuir para o avanço do conhecimento no processo decisório da distribuição de lucros no Brasil, pois não há nenhum trabalho no Brasil, questionando os responsáveis pela definição

da política de dividendos das empresas de capital aberto sobre os motivos que os levam a decidir quanto será distribuído aos acionistas e de que forma será feita essa distribuição.

Para atingir o fim a que este se propõe, ainda neste capítulo é apresentado o problema de pesquisa, os objetivos e a justificativa. No segundo capítulo é apresentada a teoria conhecida até o momento. No terceiro capítulo apresenta-se o método, a criação do instrumento de pesquisa e a amostra. Finalmente nos capítulos seguintes são analisados os resultados e conclusões.

1.1. Problema de Pesquisa

Os gestores das empresas com ações negociadas na Bovespa devem propor à AGO/AGE quanto do lucro será distribuído aos acionistas e quando e como o mesmo será distribuído de forma que a riqueza dos acionistas seja maximizada, uma vez que esse é um dos objetivos do executivo segundo diversos autores, tais como Gitman (2004), Smart, Megginson e Gitman (2004) e Copeland, Weston e Shastri (2005).

A política de dividendos pode afetar o valor da empresa e a riqueza dos acionistas, mas não há consenso a respeito das conseqüências ao se optar pelo pagamento de dividendos; ou seja, se essa opção gera ou destrói valor, ou ainda, sobre a relevância de tal valor. Assim, caso as conseqüências do pagamento de dividendos fossem claras, os acionistas de uma determinada empresa exigiriam o pagamento de dividendos se esse criasse valor, não permitiriam o pagamento dos dividendos se esse destruísse valor ou não se preocupariam com eles caso fossem irrelevantes.

A teoria, quando aplicada à realidade nos EUA, apresenta explicações para pagamento de dividendos, e se sustenta na desvantagem fiscal dos dividendos em relação ao ganho de capital para não considerar o pagamento de dividendos como benéfico para o acionista. Diversos levantamentos com executivos no exterior (Lintner, 1956; Baker, Farrelly e Edelman, 1985; Partington, 1985; Baker e Powell, 1999; Frankfurter et al., 2002; Seneque e Gourley, 2002; Brav et al., 2004; Chee e Hassan, 2005; Baker, Mukherjee e Paskelian, 2006) identificaram os principais fatores que os levam a distribuir dividendos aos acionistas. A questão fiscal, importante aspecto para a teoria não tem muita importância para os executivos conforme identificado nos levantamentos realizados.

No Brasil, o processo decisório de distribuição de lucro não é conhecido por investidores e acadêmicos. Apesar de a decisão legal sobre os dividendos ser da AGO/AGE, essa pode apenas estar aprovando a decisão do conselho de administração ou do conselho executivo. Além disso, não se conhece a opinião sobre a distribuição de lucros daqueles que têm poder de decisão sobre essa questão

e quais aspectos são valorizados ou ignorados na definição do montante e da forma de distribuição de lucro aos acionistas.

Diferenças culturais podem causar diferenças na determinação da política de dividendos e na percepção do responsável pela decisão. Além das diferenças culturais há diferenças legais e fiscais.

No Brasil, há duas formas de distribuição de proventos em dinheiro ao acionista. Os dividendos, cuja distribuição não é tributada, e os juros sobre capital próprio (JSCP), que gera tributação ao acionista e benefício fiscal à empresa, pois é contabilizada como uma despesa financeira e reduz a base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Além disso, não há uma tradição de dividendos fixos e existem ações sem direito a voto, o que facilita a existência de um acionista controlador com maioria dos votos e com direito a uma pequena parcela dos proventos distribuídos aos acionistas.

Se em países onde os dividendos são mais desvantajosos em termos fiscais do que o ganho de capital, tal como ocorre nos EUA, o enigma é por que as empresas distribuem dividendos, no Brasil a situação é inversa: os acionistas não são tributados pelos dividendos recebidos, e devem pagar imposto ao obterem ganho de capital. Nessa situação a recompra de ações não maximiza a riqueza dos acionistas, mas os executivos brasileiros fazem recompras e não distribuem a totalidade do lucro através de dividendos.

Os juros sobre capital próprio geram tributação ao acionista e benefício fiscal à empresa. Algumas empresas distribuem o máximo de lucro permitido pela Lei através de JSCP, enquanto outras não utilizam essa forma de remuneração ao acionista. São diversas as políticas de dividendos existentes no Brasil e analisar a distribuição de recursos aos acionistas possibilita identificar a política adotada pela empresa, mas não permite conhecer o processo decisório que formou a política adotada.

As teorias existentes sobre política de dividendos, apesar de apontar caminhos, ainda não conseguiram explicar o enigma do pagamento de dividendos. Não é possível identificar as verdadeiras razões e os fatores determinantes da política de dividendos e tão pouco existe uma fórmula para determinar a política de dividendos ideal. Além disso, e conforme já sinalizado anteriormente, as decisões dos gestores podem ser afetadas por vieses e heurísticas que podem desviá-las da racionalidade, características estas conhecidas como ilusões cognitivas (Kahneman e Tversky, 1979; Shiller, 1999; Thaler, 1999).

O mercado brasileiro já identificou a importância dos dividendos (Gamez 2006, Carnier, 2005 e Pavini 2005), mas tanto investidores quanto academia ignoram o processo de decisão sobre distribuição de lucros das empresas brasileiras listadas em bolsa e tampouco conhecem os fatores analisados e valorizados na definição da política de dividendos. O desconhecido provoca a incerteza nos investidores e conseqüentemente aumenta o risco da operação.

O problema de pesquisa que estimulou esse trabalho é o desconhecimento do processo decisório de distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. Esse é um processo importante e o interesse pelo seu resultado é cada vez maior por parte de investidores e pesquisadores.

1.2. Objetivos

Nesta seção são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos definidos para esta tese.

1.2.1. Objetivo geral

O objetivo deste trabalho é conhecer o processo decisório de distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa aos seus acionistas.

1.2.2. Objetivos específicos

- i) Identificar os responsáveis pela definição da política de dividendos da empresa;
- ii) Identificar quais mecanismos os executivos de empresas brasileiras listadas em bolsa consideram como uma forma de distribuição de lucros para os acionistas;
- iii) Identificar os fatores analisados pelos executivos no processo decisório de distribuição de lucros em empresas listadas na Bovespa;
- iv) Classificar por importância os fatores analisados pelos executivos no processo decisório de distribuição de lucros em empresas listadas na Bovespa;
- v) Identificar como determinadas características da empresa, tais como controle, estrutura de capital, tamanho, nível de governança corporativa, setor de atuação, remuneração dos executivos e lucratividade afetam a opinião dos seus executivos em relação à política de dividendos.

1.3. Justificativa

O interesse pelos dividendos é crescente no Brasil. Procianoy (2006) acredita que os elementos norteadores da decisão de pagamentos de dividendos e a estabilidade desta política ao longo do tempo vão ser o alvo do processo decisório do investidor ao eleger seu objeto de investimento. O autor ainda

afirma que não foi realizada uma pesquisa no Brasil que identifique, junto aos gestores, como eles decidem ou verificando através de dados de mercado a formação deste processo.

A decisão de como e quanto do lucro distribuir aos acionistas e a influência dessa decisão no valor da empresa têm motivado várias pesquisas, embora seus resultados impeçam um consenso. Na prática do mercado, todavia, dividendos são sistematicamente distribuídos, em maior ou menor quantidade, pelas empresas com ações negociadas na Bovespa, embora não seja conhecido o processo que define pela distribuição de dividendos.

Oliveira (2002) identificou que as empresas lucrativas com ações negociadas na Bovespa distribuem dividendos significativamente superiores ao dividendo mínimo obrigatório, sugerindo que os gestores dessas empresas consideram relevante à adoção de uma prática de pagamentos regulares de dividendos.

Heineberg e Procianoy (2003) também encontram valores médios de dividendos distribuídos superiores ao mínimo exigido pela Lei em estudo com empresas com ações negociadas na Bovespa. Além disso, os autores identificaram que as variáveis mais relevantes na determinação do valor a ser distribuído são o lucro líquido e os proventos pagos no ano anterior.

Diversos levantamentos realizados em várias partes do mundo e ao longo das últimas décadas mostram que a teoria nem sempre encontra ressonância na realidade e que as crenças dos executivos sobre dividendos variam de acordo com a localização de sua empresa e do período em que foram questionados. Como ainda não foi realizado nenhum levantamento com os executivos de empresas listadas em bolsa no Brasil em relação aos dividendos, um trabalho que investigue a opinião dos gestores e o processo de distribuição de lucros no Brasil poderá contribuir tanto para a teoria quanto para os investidores.

Identificar os pontos sobre os quais há concordância entre os executivos financeiros e as teorias acadêmicas e entender a prática do processo de distribuição de lucros no Brasil irá contribuir para melhor desenvolvimento da teoria que se propõe a explicitar como as empresas distribuem lucro, e assim, reduzir o risco de investimento em ações listadas na Bovespa, uma vez que um evento cada vez mais importante torna-se menos incerto.

2. Referencial teórico

Allen e Michaely (2002) definem *payout policy* como a decisão de qual o valor em dinheiro do investimento realizado na empresa deve ser devolvido aos acionistas e qual a forma de devolução deve ser adotada, dividendo ou recompra de ações. Os autores afirmam que as empresas devem tomar estas importantes decisões sistematicamente, repetindo a decisão em alguns períodos e a reavaliando em outros.

Neste trabalho traduzimos o termo *payout policy* como política de dividendos, ou seja, política de dividendos não se refere apenas aos dividendos, mas a todas as formas que os executivos podem considerar como uma alternativa aos dividendos.

A distribuição de dividendos em dinheiro é, segundo Procianoy (2006), a forma mais comum, conhecida e clara de distribuir lucro, mas não é a única. No Brasil existe a possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio, que também é feita em dinheiro, como ocorre no pagamento de dividendos, mas gerando uma despesa dedutível do imposto de renda para empresa e tributação para o acionista.

Além das distribuições em dinheiro, a empresa pode distribuir seus lucros através de recompra de ações, pois ao recomprar as próprias ações a empresa transfere recursos de seu caixa para os acionistas que venderam ações. Os acionistas que não quiserem aumentar sua participação percentual no capital da empresa deverão vender parte de suas ações, recebendo assim sua parcela do lucro da empresa sem diminuir sua participação. Se a empresa decidir recomprar 3% de suas próprias ações e todos os acionistas venderem 3% das suas ações da empresa a participação de cada um no capital da empresa não será alterada e a empresa terá transferido recursos para os acionistas pelo valor pago pelas ações.

A recompra de ações no Brasil não proporciona uma vantagem fiscal como nos EUA, pelo contrário, o ganho de capital é tributado e os dividendos não. Além da desvantagem fiscal, Saito (2001) identificou que a recompra de ações pode ser um mecanismo de expropriação dos minoritários. Este risco é maior em empresas com grande separação entre controle e direito ao fluxo de caixa, sugerindo um conflito de agência conforme já identificado por Procianoy (1996).

Apesar das desvantagens da recompra de ações no Brasil, esta alternativa de distribuição de lucros parece agradar o mercado conforme notícia publicada no jornal Valor Econômico de 8 de junho de 2005: “a queda da Bovespa nos últimos três meses está levando um grupo expressivo de companhias a

anunciar a recompra de suas ações. Entre esses grupos estão Gerdau, Marcopolo, São Paulo Alpargatas, Companhia Siderúrgica Nacional, Aracruz e VCP”.

Na mesma reportagem dois analistas e dois diretores de relações com investidores analisam o fato e todos apontam a recompra como algo desejado pelos investidores e como uma política de dividendos correta. Nenhum deles abordou a questão fiscal e que esta estratégia não maximiza a riqueza do acionista.

Procianoy e Moreira (2004) analisaram a reação do mercado entre maio de 1997 e outubro de 1998 após o anúncio de recompra de ações feito por várias em empresas, provavelmente em reação as fortes quedas nos preços de suas ações em consequência das crises da Ásia e da Rússia. Os autores identificaram um retorno acumulado positivo significativo ao analisarem uma amostra com somente os primeiros anúncios de recompra de cada empresa e colocaram em dúvida a racionalidade dos investidores brasileiros.

No Brasil, apesar da desvantagem fiscal da recompra de ações, as empresas recompram suas próprias ações. Isso sugere que a tributação não é um dos fatores mais importantes para a definição da distribuição de lucros.

Todavia, diferentemente dos dividendos que é uma decisão unilateral da empresa, a recompra de ações é uma decisão bilateral, a empresa decide comprar as suas próprias ações e o acionista concorda em vendê-las. A política de recompra de ações não pode ser sistemática, pois caso fosse, os investidores que não aceitassem vender suas ações estariam aumentando sua participação relativa na empresa e no longo prazo haveria uma concentração de ações em poder destes acionistas.

A bonificação é a distribuição de novas ações aos acionistas. Este processo não afeta caixa nem endividamento da empresa, apenas modifica o balanço da empresa, pois transfere recursos da conta lucro acumulados para o capital social da empresa. Esta transferência aumenta o custo de aquisição das ações para o acionista, o que pode reduzir eventual tributação do ganho de capital em futura venda das ações e diminui o montante total que a empresa pode distribuir como dividendos aos acionistas isento de impostos.

Alguns autores como Sanvicente (1997) consideram a bonificação como dividendos em ações, pois novas ações são distribuídas aos acionistas que podem vendê-las e realizar ganho de capital. Outros como Procianoy (2006) não consideram como uma alternativa de política de dividendos por não

distribuir lucro aos acionistas, ou seja, não transferir recursos da empresa para o acionista. Se o acionista vender as ações que recebera como bonificação terá reduzido sua participação no capital da empresa.

O *split* ou desdobramento é somente a divisão de uma ação em novas ações, desta forma, não deveria alterar o valor da empresa. Como a empresa, após o desdobramento estará dividida em mais ações, o preço de cada ação deverá cair proporcionalmente ao aumento na quantidade de ações da empresa. Um possível benefício da operação é proporcionar maior liquidez ao papel, já que aumenta a quantidade de ações no mercado e possibilita a maior divisibilidade do ativo. Todavia, Prociunoy e Vieira (2003) não encontraram indícios de aumento na liquidez das ações de empresas que realizaram desdobramento de suas ações entre 1987 e 1997. Vieira e Becker (2007) observaram que os gestores levam em consideração principalmente a volatilidade e o preço para a determinação do desdobramento.

O desdobramento definitivamente não é uma alternativa para a política de dividendos, mas é considerado neste trabalho, pois estamos em busca das crenças e motivações dos gestores de empresas brasileiras com ações listadas na Bovespa em relação a definição da política de dividendos de suas empresas. Alguns executivos, ao contrário desse entendimento, podem considerar o desdobramento como uma alternativa de política de dividendos, portanto, esta alternativa não deve ser ignorada.

Este trabalho não pretende realizar uma exaustiva revisão de um assunto tão complexo e controverso como é a política de dividendos, mas retomar as mais relevantes explicações para a política de dividendos, identificar como pensam os executivos sobre essas questões e verificar a teoria de acordo com a realidade brasileira. Neste capítulo será dada especial atenção aos levantamentos com executivos sobre política de dividendos realizados ao redor do mundo.

2.1 Relevância dos dividendos

Inicialmente, os dividendos eram considerados extremamente relevantes. Graham e Dodd (1934) consideram que o único objetivo da existência da empresa era o pagamento de dividendos e se duas empresas idênticas, exceto pelo fato de uma delas pagar mais dividendos que a outra, a que distribui mais lucro deveria valer mais. (apud Frankfurter et al., 2002, p. 202).

Gordon (1959) desenvolveu uma teoria comumente chamada de “*bird in the hand*”, segundo a qual, os investidores preferem dividendos recebidos hoje aos possíveis maiores dividendos futuros, os quais são incertos. O maior grau de incerteza dos dividendos futuros faz com que os investidores exijam uma maior taxa de retorno para seus investimentos, aumentando o custo de capital da empresa.

Gordon (1963) apresentou um modelo de avaliação de ações baseado nos dividendos pagos pela empresa. De acordo com o modelo o valor da ação é resultado do valor presente de todos os dividendos esperados a serem pagos pelas empresas descontados a uma determinada taxa.

O valor da empresa pelo modelo de Gordon é uma relação entre os dividendos pagos e a taxa de desconto menos a taxa de crescimento dos dividendos da empresa, conforme apresentado na fórmula abaixo.

$$V = \int_0^{\infty} D_t e^{-it} dt \quad \text{(equação 1)}$$

Onde:

V = valor da empresa;

D_t = dividendos esperados no período t;

i = taxa de retorno exigida por investidores;

Gordon (1963) assumiu que: (1) a empresa reterá uma fração b de cada lucro futuro; (2) a empresa terá uma taxa de retorno r do PL; (3) a empresa manterá constante a relação dívida/PL; e (4) não obterá novos financiamentos. Sob essas suposições o valor da empresa pode ser representado pela fórmula simplificada abaixo.

$$V = \frac{D}{i - g} \quad \text{(equação 2)}$$

Onde:

g = taxa de crescimento dos dividendos (índice de retenção b x taxa de retorno r)

Como o dividendo é uma parcela do lucro da empresa, quanto menor o dividendo, mais recursos estarão disponíveis para reinvestimento e quanto mais for reinvestido na empresa, provavelmente, maior serão os lucros futuros, possibilitando assim, maiores dividendos futuros. Gordon acredita que os investidores consideram este dividendo futuro mais arriscado e como consequência a taxa de retorno exigida pelos investidores é uma função crescente do índice de retenção de lucros e será maior que a taxa de crescimento.

A redução do pagamento de dividendos, segundo o modelo de Gordon, influencia negativamente o valor da empresa através de duas variáveis: dividendos (relacionado com o valor da empresa) e taxa de retorno exigida pelos investidores (inversamente relacionado com o valor da empresa), todavia, a

terceira variável, a taxa de crescimento dos dividendos (relacionada com o valor da empresa) nesta situação tem influência positiva no valor da empresa.

Desta forma, não podemos considerar que a redução dos dividendos, segundo o modelo de Gordon, sempre reduz o valor da empresa. Vamos utilizar um exemplo numérico para examinar a situação: imaginemos que uma empresa distribua 100% de seu lucro através de dividendos e os investidores exijam 10% de retorno e a taxa de crescimento da mesma seja de 0%, uma vez que não é reinvestido capital próprio e também desconsideramos o crescimento com empréstimos para não alterar o risco da empresa em consequência da estrutura de capital da mesma. Nesta situação, o valor da empresa seria \$ 1.000 se os dividendos fossem \$ 100.

O reinvestimento de 25% dos lucros poderia gerar uma taxa de crescimento nos dividendos de 5% e uma redução nos dividendos para \$ 75. O valor da empresa dependeria agora da nova taxa de retorno exigida pelos investidores. Uma taxa de 12,5% não alteraria o valor da empresa, que continuaria sendo \$ 1.000. Caso a nova taxa de retorno exigida seja inferior 12,5% o valor da empresa aumentaria e para uma taxa exigida superior a 12,5% o valor da empresa seria reduzido. Consideramos o valor da empresa para taxas de retorno de 12% e 13% que neste caso seria respectivamente \$ 1.071,43 e \$ 937,50.

Os dividendos pagos são importantes para determinar o valor da empresa, mas o risco e conseqüente taxa de retorno exigida também são, desta forma, não é possível correlacionar o aumento nos dividendos com valorização das ações da firma no modelo de Gordon.

2.2 Irrelevância dos dividendos

A importância dos dividendos foi questionada por Miller e Modigliani (1961) que demonstraram, que, sob certos pressupostos simplificados, a política de dividendos adotada pela empresa é irrelevante, ou seja, não modifica o valor das empresas. Para alcançarem estes resultados assumiram que o mercado era perfeito e assim não consideraram a existência de impostos e nesta situação o ganho de capital seria equivalente ao pagamento de dividendos.

Eles acreditavam que o valor da empresa era resultado dos investimentos realizados pela empresa e o retorno proporcionado aos acionistas, independente de como os mesmos fossem distribuídos. Na crítica à hipótese de “*bird in the hand*” Miller e Modigliani (1961) argumentaram que o risco da empresa é determinado pelo fluxo de caixa das operações e não pela maneira como os lucros são distribuídos. Este argumento foi chamado de “*bird in the hand fallacy*”.

Para os autores o pagamento de dividendos reduz o valor da empresa no mesmo montante em que foi distribuído, desta forma, ao receber dividendos, o acionista ficaria com um ativo de menor valor e com mais recursos financeiros, sendo sua riqueza inalterada.

Walter (1963) considera que variações nos valores dos dividendos pagos alteram a percepção de risco do investidor e conseqüentemente a taxa de desconto utilizada no modelo de Gordon. Desta forma, o autor acredita que as condições para a existência de um ambiente onde os dividendos não afetassem o valor da empresa não foram satisfeitas, pois se a taxa de desconto exigida pelos investidores é variável, então o valor da ação, dependente da taxa de desconto também irá variar com mudanças na política de dividendos.

Bhattacharya (1979) sugeriu que o risco da empresa percebido pelos gestores determina o nível de distribuição de dividendos e não o contrário. Empiricamente Rozeff (1982) encontrou uma relação negativa entre dividendos e o risco da empresa, ou seja, quando o risco das operações cresce, os dividendos diminuem.

2.2.1. A opinião dos executivos sobre valor

Levantamentos com executivos mostram que estes não consideram dividendos irrelevantes, pelo contrário, em todos os nove trabalhos encontrados (Lintner, 1956; Baker et al., 1985; Partington, 1985; Baker e Powell, 1999; Frankfurter et al., 2002; Brav et al., 2004; Chee e Hassan, 2005; Seneque e Gourley, 2002; Baker et al., 2006), abrangendo executivos da América, Europa, África, Ásia e Oceania os gestores pesquisados afirmaram julgar os dividendos relevantes.

A maior preocupação dos executivos em relação ao efeito dos dividendos no valor da empresa é em relação à redução dos dividendos. Lintner (1956) identificou que a maior preocupação dos executivos em relação à redução dos dividendos é a reação negativa dos investidores e conseqüente perda de valor das ações da empresa. Brav et al. (2004) confirmaram que este sentimento continua válido nos executivos atuais.

Allen e Michaely (2002) sugerem a existência de possíveis imperfeições no mercado que deveriam ser consideradas pelos gestores ao determinar a política de dividendos. Neste trabalho são considerados quatro fatores: impostos, assimetria informacional, problemas de agência e ciclo de vida.

2.3. A influência dos impostos

No mundo real existem impostos e em situações em que o dividendo e o ganho de capital são tributados com alíquotas diferentes, a quantia disponível para os acionistas poderá não ser a mesma após os impostos dependendo da forma de distribuição de lucros.

Modigliani e Miller (1963) reconheceram a importância dos impostos no valor das empresas, devido ao benefício fiscal do endividamento. Brennan (1970) considera que MM deixaram de analisar o efeito dos impostos sobre os investidores individuais e se concentraram somente na análise da existência de impostos na firma.

Analisando as consequências dos impostos na perspectiva dos investidores, Brennan (1970) e Farrar e Selwyn (1967) demonstram que quando a alíquota de tributação do dividendo for superior à alíquota do ganho de capital, o pagamento de dividendos não maximiza a riqueza do investidor, sendo então preferível a recompra de ações nesta situação.

Como o cenário descrito Farrar e Selwyn (1967) era o que ocorria nos EUA no início da década de 1970, Black (1976) considerou o pagamento de dividendos um enigma, pois a empresa poderia distribuir este mesmo lucro através de recompra de ações com uma perda fiscal menor para o investidor.

Por outro lado, a decisão de recompra de ações não é uma decisão unilateral como o pagamento de dividendos. Ao decidir pagar dividendos, a empresa não necessita a anuência do acionista para creditar em sua conta os dividendos, mas ao optar pela recompra de ações a empresa somente pode distribuir o excesso de caixa se algum acionista concordar em vender parte de suas ações. Desta forma, apesar de, nos EUA, ser mais vantajoso a distribuição de lucros através de recompra de ações considerando a tributação destas operações. Por outro lado, se a empresa adotasse a recompra de ações como mecanismo sistemático de distribuição de lucros, poderia acabar provocando uma concentração de capital em alguns acionistas.

De acordo com Allen e Michaely (2002) as políticas de dividendos das empresas são adequadas de forma a minimizar os custos de impostos, assim sendo, a política de dividendos não será relevante para o valor da empresa nos modelos estáticos de clientelas. Os investidores, por sua vez, irão buscar empresas que tenham políticas de dividendos que minimizem seus custos de impostos.

Elton e Gruber (1970) estudaram o comportamento do preço de 4148 ações no dia em que esta se torna ex-dividendo na NYSE entre abril de 1966 e março de 1967. As ações apresentaram queda média em seus valores ajustados pelo índice de 78,68% do valor pago através de dividendos ao perderem o direito a este. Os autores concluíram que os dividendos têm alíquotas de impostos superiores ao ganho de capital e neste caso era o equivalente a 35,1%.

Eles também identificaram que a queda de preço era relativamente maior entre as ações com maiores *dividend yield*, que segundo eles refletia o fato de os investidores em ações com maior *dividend yield* estarem em faixas de menor tributação, o que seria uma forte evidência do efeito clientela e preocupação dos investidores com impostos.

Lewellen et al (1978) questionaram se de fato o efeito clientela está presente no mercado de ações e examinaram a questão sob uma perspectiva diferente a de Elton e Gruber (1970). Os autores utilizaram dados de transações de uma grande e diversificada amostra de investidores formada por 200.000 transações com ações entre 1964 e 1970 de 2500 diferentes investidores selecionados aleatoriamente da lista de clientes com conta ativa nos 7 anos pesquisados na corretora que forneceu as informações.

Os autores enviaram um questionário para os investidores e trabalharam com 914 respondentes que ainda tinha posições em ações em dezembro de 1970. Os respondentes foram divididos em 3 grupos compostos com uma proporção distinta de investidores sujeitos a determinada faixa de tributação, conforme quadro 1.

DISTRIBUTIONS OF INVESTOR-SAMPLE MARGINAL TAX RATE BRACKETS (N = 914)	
A. For Rate Definition "Tax-1":	
Under 20% Rate	10%
20%-29% Rate	40%
30%-39% Rate	27%
40%-49% Rate	3%
50% Rate and up	20%
B. For Rate Definition "Tax-2":	
Zero Rate	31%
1%-19% Rate	7%
20%-29% Rate	27%
30%-39% Rate	18%
40%-49% Rate	2%
50% Rate and up	15%
C. For Rate Definition "Tax-3":	
Zero Rate	31%
1%-19% Rate	4%
20%-29% Rate	26%
30%-39% Rate	22%
40%-49% Rate	2%

Quadro 1 – Distribuição dos investidores por faixa de tributação utilizada na pesquisa de Lewellen et al (1978)

Os autores organizaram as carteiras destes três grupos de investidores de acordo com o payout de suas ações. Não foi encontrada diferença significativa na distribuição do payout entre as três carteiras de ações pesquisadas. Desta forma, os autores não identificaram evidência de efeito clientela entre os investidores pesquisados.

2.3.1. A opinião dos executivos sobre os impostos

Baker, Farrelly e Edelman (1985) identificaram que a maioria dos executivos acredita que a faixa de tributação do investidor não afeta sua preferência por dividendos. Brav et al. (2004) em resultado semelhante ao de Baker, Farrelly e Edelman (1985) identificaram que apenas uma minoria dos executivos considera a tributação dos investidores importante no momento de definição de como e quanto distribuir o lucro obtido.

Baker e Powell (1999) encontraram uma contradição uma vez que na sua pesquisa. A maioria dos executivos acredita que os investidores são atraídos pelas empresas que adotam uma política de dividendos apropriada à sua situação fiscal, mas por outro lado os executivos estão incertos com a preferência dos investidores com alta tributação pelas ações com baixos dividendos ou investidores com baixa tributação pelas ações com altos dividendos.

Frankfurter et al. (2002) detectaram que na visão dos executivos na Alemanha, a política de dividendos de suas empresas não seria alterada pela reforma fiscal de 2001. A reforma beneficiou os investidores que estão na faixa superior de tributação. A alíquota sobre os dividendos foi reduzida para os investidores na faixa de tributação acima de 40%, enquanto os investidores tributados em menos de 40% tiveram a alíquota sobre dividendos elevada.

Chee e Hassan (2005) concluíram que para os executivos de empresas na Malaysia os impostos e o efeito clientela são as melhores explicações para a relevância dos dividendos.

2.3.2. A influência dos impostos no Brasil

Procianoy e Verdi (2003) realizaram no Brasil um estudo semelhante ao de Elton e Gruber (1970) entre 1996 e 2000, período em que os dividendos não eram tributados e o ganho de capital era tributado em 10%, sendo que os fundos de pensão eram isentos.

Os autores não encontraram o comportamento esperado no mercado Brasileiro. A diferença média no preço da ação no primeiro dia ex-dividend foi 3,23% superior ao valor mínimo esperado, contrariando as expectativas, pois os investidores estavam pagando menos por uma ação com direito a um

determinado dividendo do que pagariam no dia seguinte pela mesma ação, mas sem direito a este dividendo.

Santos et al (2004) também aplicaram a metodologia de Elton e Gruber (1970) no mercado brasileiro entre 1996 e 2001, mas não só para distribuição de dividendos, mas também para pagamentos de juros sobre capital próprio (JSCP). Neste período os dividendos não eram tributados, o JSCP tinha uma alíquota de 15% e o ganho de capital era tributado com uma alíquota de 10%.

Este estudo, assim como o de Procianny e Verdi, identificou que as ações foram negociadas no dia ex-dividendo acima do valor.

Estes estudos demonstram que o investidor brasileiro não apresenta um comportamento racional ao avaliar a política de dividendos da empresa, sendo assim, a política de dividendos da empresa deve ser distinta se o objetivo do gestor for maximizar a riqueza dos acionistas ou atender os anseios dos acionistas.

2.4. Assimetria informacional

Allen e Michaely (2002) não consideram os impostos com a única imperfeição do mercado. Para os autores, a estrutura de informação consiste em uma importante possível imperfeição, uma vez que se os executivos da empresa estão melhores informados sobre os fluxos de caixa futuro da firma, os dividendos podem conter informação sobre os lucros atuais e até mesmo sobre resultados futuros.

Bhattacharya (1979) criou um modelo assumindo que os ativos de propriedade das empresas geram um fluxo de caixa perpétuo, enquanto os acionistas têm como horizonte um único período. O autor considera ainda que existam oportunidades de investimentos suficientes para que todo o fluxo de caixa produzido pela empresa seja reinvestido racionalmente.

Segundo o modelo, inicialmente os gestores investem em um projeto com expectativa de retorno conhecida por eles, mas desconhecida pelos investidores. Os gestores se comprometem com uma política de dividendos que deverão ser pagos no futuro e caso o fluxo de caixa produzido pelo projeto não for suficiente para pagar os dividendos, a empresa deverá buscar financiamento externo, o que é custoso e indesejado. Desta forma, ao se comprometer com dividendos elevados, a empresa estará sinalizando que investiu em bons projetos que irão proporcionar fluxo de caixa suficiente para honrar os dividendos prometidos.

Black (1976) acredita que os dividendos têm o papel de sinalizar resultados futuros, pois os gestores das empresas evitam reduzir o pagamento de dividendos, portanto, somente aumentam o pagamento de dividendos quando estão convictos de que podem sustentá-los. Os gestores nos EUA não necessitariam se comprometer com dividendos futuros para sinalizar a expectativa de bons resultados, a recompra de ações poderia produzir o mesmo efeito, mas a menor custo.

Na Alemanha, Amihud e Murgia (1997) analisaram o pagamento de dividendos durante 1988 e 1992, período em que os dividendos eram menos tributados do que o ganho de capital e identificaram que os preços das ações reagem positivamente ao anúncio de aumento nos dividendos. A sinalização neste caso não poderia ser uma consequência dos impostos, uma vez que os dividendos apresentavam uma vantagem fiscal em relação ao ganho de capital.

Os autores também apresentaram a Alemanha como um país com menor *payout* que a média européia e que os EUA e justificaram este fato como consequência dos principais acionistas das empresas alemãs serem bancos que também financiam as empresas através de empréstimos. Desta forma, ao manter um baixo *payout*, a empresa apresenta menos risco de inadimplência para os bancos.

Apesar de não existir o custo fiscal, um aumento nos dividendos apresenta um custo para os principais acionistas (bancos) pelo fato de reduzir as disponibilidades e assim aumentar o risco de inadimplência. Deste modo, existe um custo em aumentar dividendos e existindo custo há sinalização.

Benartzi, Michaely e Thaler (1997) analisaram 7186 anúncios de dividendos entre 1979 e 1991 e encontraram 255 casos de redução de dividendos, 4249 casos de aumento de dividendos e 2682 casos em que não houve alteração. Foi identificado que as empresas que aumentaram dividendos no ano 0 apresentaram crescimento nos lucros nos anos -1 e 0, porém não apresentaram maiores lucros nos períodos seguintes. As empresas que cortaram dividendos apresentaram comportamento exatamente contrário, tendo reduzido o lucro nos anos -1 e 0 e obtendo melhores resultados no ano 1.

Os gestores, conforme identificado em trabalhos já citados anteriormente, somente se sentem confortáveis em elevar os dividendos quando convictos que os lucros também aumentarão, mas como na realidade Benartzi, Michaely e Thaler (1997) não encontraram esta relação entre aumento de dividendos e aumento de resultados futuros, podemos, então, supor que estes gestores são afetados pelo excesso de confiança.

A crença dos investidores no poder dos dividendos em sinalizar o futuro, de acordo com os resultados do estudo de Benartzi, Michaely e Thaler (1997) é apenas uma ilusão que desvia o investidor de sua racionalidade e não um real indicador de resultados futuros.

2.4.1. A opinião dos executivos sobre assimetria informacional

Lintner (1956) identificou que a maioria dos executivos somente aumenta os dividendos quando acreditam que seus ganhos aumentaram de forma permanente, pois o maior receio dos executivos entrevistados era a necessidade de ter que reduzir dividendos. Desta forma, o aumento nos dividendos pode ser considerado pelo mercado como uma sinalização que a administração da empresa confia em bons resultados futuros.

Baker, Farrelly e Edelman (1985), Brav et al (2004) e Frankfurter et al. (2002) encontraram resultados semelhantes aos achados de Lintner (1956). A grande maioria dos executivos participantes desta pesquisa evita aumentos nos dividendos se estes não forem consistentes e quase a totalidade deles acreditam que os dividendos sinalizam resultado futuro. Partington (1985) na Austrália não encontrou os mesmos resultados. Em sua pesquisa apenas 46% dos executivos declararam que os dividendos são importantes ou muito importantes para indicar a visão dos executivos sobre os lucros futuros.

2.4.2. Assimetria informacional no Brasil

No Brasil, segundo Assaf Neto (2007) não há uma tradição de dividendos fixos e Heineberg e Procianoy (2003) constataram que apesar dos dividendos passados terem uma relevante influência na determinação dos novos dividendos, o fator mais importante na determinação dos dividendos é o lucro líquido obtido.

Estes resultados foi obtido após uma análise dos proventos em dinheiro distribuído aos acionistas por empresas listadas na Bovespa. A amostra estudada foi de 196 empresas e abrangeu o período entre 1994 e 2000. Foi feita uma regressão com as variáveis lucro líquido, dummy lucro líquido, proventos ano anterior, valor de mercado / valor patrimonial, dívida financeira / patrimônio líquido, IGP-M, tamanho e setor. Foi utilizado como variável dependente o valor dos proventos em dinheiro no ano do balanço. Esta regressão apresentou alto poder explicativo. O R^2 encontrado foi 75,2%. A importância do lucro líquido e dividendos passados foi muito maior que das demais variáveis.

Desta forma o argumento de Black (1976) não é válido em nosso mercado, pois se não há comprometimento com um dividendo fixo e o dividendo é determinado pelo lucro, o aumento no

dividendo em consequência de um crescimento do lucro não seria indicativo de manutenção ou crescimento do lucro no futuro.

Iquiapaza et al.(2005) trabalharam com 33 empresas não financeiras entre 1986 e 2003 e utilizaram o teste de causalidade de Granger para agrupar as empresas segundo o sentido da relação de curto e longo prazo entre dividendos e lucros. Foi identificado que apenas entre 12% (nível de significação de 5%) a 18% (nível de significação de 10%) das empresas estudadas apresentavam características de sinalização através da mudança na distribuição de dividendos, ou seja, mais de 80% dos casos não há sinalização de resultados futuros, resultado similar ao de Benartzi, Michaely e Thaler (1997).

Agnes (2005) analisou 977 anúncios de dividendos e JSCP entre 1996 e 2003, sendo que 76 foram anúncios conjuntos de JSCP e dividendos, 667 anúncios de dividendos e 234 anúncios de JSCP e encontrou retorno anormal negativo nas ações das empresas após anunciarem JSCP e retorno anormal positivo nas ações das empresas após anunciaram dividendos.

Em um primeiro momento, como o JSCP é tributado poderia sugerir sinalização ao mercado, enquanto o dividendo, que é isento de impostos não. Todavia, o JSCP apesar de ser tributado para o acionista gera um benefício fiscal para a empresa, pois o mesmo é dedutível para efeito do cálculo do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido, desta forma é vantajoso para a empresa o pagamento de JSCP e não se caracteriza como uma sinalização. A legislação limita como valor máximo a ser distribuído como JSCP a remuneração do patrimônio líquido com a TJLP, desde que não ultrapasse 50% do lucro líquido.

Desta forma, no Brasil, a empresa para maximizar a riqueza dos acionistas deve distribuir integralmente o que for possível através de JSCP, pois apesar de o acionista ser tributado em 15% do valor recebido através do JSCP, a empresa deduz esse valor da base de cálculo do IR e CSSL, normalmente com tributação superior a 30%. O restante do lucro deveria ser distribuído através de dividendos. A recompra de ações não é indicada, pois o ganho de capital é tributado.

Já os dividendos podem revelar ao mercado que a empresa esta remunerando os acionistas além do mínimo de 25% do lucro líquido ajustado exigido pela lei, pois como até 50% do lucro pode ser, distribuído através de JSCP, a empresa, ao distribuir dividendo, provavelmente está distribuindo mais de 50% do lucro aos acionistas, pois não existindo outras formas de reduzir sua base tributária, a empresa apenas pagaria dividendos após esgotar o limite legal de JSCP. Desta forma, as empresas que distribuem dividendos devem ter maior risco de necessitar de financiamento externo o que é muito

custoso no Brasil. Desta forma o pagamento de dividendos pode sinalizar a expectativa de bons resultados no Brasil.

Agnes (2005) encontrou um retorno anormal positivo não significativo no anúncio de pagamento de dividendos e um retorno anormal negativo significativo a 5% no anúncio de JSCP. Considerando que a empresa que distribui somente JSCP está retendo pelo menos 50% do lucro líquido, poderia existir uma sinalização negativa ao somente pagar JSCP como identificado pelo autor.

Pietro Neto (2006) analisou 837 anúncios de proventos em dinheiro entre 1998 e 2006 de empresas que faziam parte do IBOVESPA do primeiro quadrimestre de 2006. Foram 148 anúncios de pagamento de dividendos, 569 anúncios de pagamentos de JSCP e 54 anúncios de distribuição simultânea de dividendos e JSCP. Ao contrário de Agnes (2005), foi identificado um retorno anormal negativo para o anúncio de distribuição de dividendos e retorno anormal positivo para o anúncio de pagamento de JSCP.

Os resultados são muito distintos, sendo que a maioria dos anos estudados coincide em ambos estudos (1998 – 2003). A pesquisa de Agnes (2005) utilizou também dados mais antigos (1996 e 1997), enquanto Pietro Neto (2006) completou sua amostra com dados mais recentes (2004-2006). Como não houve nenhuma mudança no período que justificasse uma inversão no comportamento dos investidores, essa diferença indica que o efeito sinalizador dos dividendos ainda não está claro no Brasil e precisa ainda ser mais pesquisado.

Conforme identificado por Heineberg e Procianoy (2003), os dividendos no Brasil têm uma forte relação com o lucro líquido da empresa, desta forma a reação dos investidores e conseqüente variação no preço das ações pode estar ligada com a diferença entre expectativa de resultados dos investidores e o lucro divulgado pela empresa e não ter relação com sinalização de lucro futuro.

Procianoy e Verdi (2009) verificaram se havia diferença na reação do mercado ao anúncio dos dividendos aprovados pela AGO ou anúncio dos dividendos aprovados pelo Conselho de Administração. A possível diferença seria consqüência da prévia convocação da AGO com divulgação da proposta a ser aprovada e os dividendos aprovados pelo Conselho de Administração não serem previamente divulgados.

Os autores encontraram valores das ações após ao anúncio maiores do que o esperado em ambas situações, mas estes valores foram maiores nos anúncios de dividendos aprovados pelo Conselho de

Administração. Os autores também encontraram um volume anormal positivo somente ao anúncio de dividendos aprovados pelo Conselho de Administração. Estes resultados suportam a teoria de sinalização.

2.5. Problemas de agência

Jensen (1986) considera a relação entre administradores e acionistas repleta de conflitos e a teoria da agência como a análise destes conflitos. A distribuição de recursos em caixa aos acionistas segundo Jensen (1986) é uma grande fonte de divergência entre gestores e proprietários.

Segundo a teoria, empresas com excesso de caixa estão mais propensas a realizar fusões que destroem valor, comprometer-se com benefícios ineficientes ou investir em projetos com baixo retorno, o que prejudicaria a rentabilidade da empresa. A distribuição do excesso de caixa é uma maneira do acionista se proteger destes investimentos prejudiciais ao acionista.

Rozeff (1982) considera o pagamento de dividendos como um dispositivo para reduzir a soma dos custos de agência, financiamento e auditoria. Para o autor o incremento do *dividend payout* influencia os custos da empresa de duas maneiras opostas, que seria suficiente para encontrar um ponto ótimo.

O aumento do *dividend payout* reduz o custo de agência e aumenta o custo de financiamento. O *dividend payout* ótimo para determinada empresa é aquele que minimiza do conjunto destes custos. Conseqüentemente o *dividend payout* deverá ser maior em empresas onde o custo de agência é mais relevante e menor nas firmas em que os custos de financiamento são preponderantes.

Easterbrook (1984) considera que a política de dividendos deveria ter como objetivo minimizar a soma dos custos de capital, agência e fiscal. Segundo o autor, se uma empresa não paga dividendos e cresce com seus lucros acumulados, o risco do capital de terceiros é reduzido, portanto para equilibrar os riscos e custos, a proporção entre capital próprio e de terceiros deve ser refeita com pagamento de dividendos e obtenção de novos empréstimos.

Quanto aos custos de agência, para Easterbrook (1984), o acionista incorre em dois tipos deles, o custo de monitoramento dos administradores e a aversão ao risco dos gerentes. Os acionistas possuem uma carteira diversificada e gostariam de investimentos em negócios com maior risco e rentabilidade, enquanto os gestores, por terem uma parcela significativa de renda concentrada na empresa, tendem a buscar projetos de baixo risco com baixa rentabilidade.

Para Easterbrook (1984) estes problemas são minimizados com a distribuição de dividendos, pois ao exigir que a empresa busque recursos no mercado, o custo de capital de terceiro será ajustado ao novo risco da empresa, a mesma será monitorada pelos bancos, reduzirá os privilégios dos gestores e buscará projetos mais rentáveis para pagar as obrigações financeiras.

Thaler e Shefrin (1981) com a teoria do auto-controle explicam a eficácia da manutenção de poucos recursos na empresa para evitar gastos desnecessários, uma vez que a restrição de recursos é uma forma eficiente de controlar comportamentos indesejados.

Todavia esta discussão é válida para definir quanto do lucro distribuir aos acionistas, mas não explica a forma como estes recursos são repassados aos investidores, ou seja, não justifica o pagamento de dividendos nos EUA onde estes são mais tributados que o ganho de capital.

2.5.1 A opinião dos executivos sobre problemas de agência

Baker e Powell (1999) e Brav et al. (2004) identificaram que os gestores acreditam que a política de dividendos pode reduzir o excesso de liquidez, enquanto os executivos australianos não partilham da mesma opinião segundo Partington (1985). Contrário da teoria, Baker e Powell (1999) e Brav et al. (2004) constataram que os executivos não relacionam a redução de caixa da empresa como forma de reduzir o problema de agência e não acreditam que dividendos tenham esta função. Talvez eles acreditem que sempre estão atuando em favor do acionista, existindo ou não fartura de recursos disponíveis.

Brav et al. (2004) identificaram que os executivos consideram a recompra de ações como forma de reduzir a liquidez, mas não acreditam que dividendos sirvam a este propósito, o que está de acordo com a maximização de riqueza do acionista considerando a questão fiscal em legislações como a americana que tributa mais os dividendos que o ganho de capital. De qualquer forma, não ficou claro se a questão fiscal foi relevante neste caso.

2.5.2 Problemas de agência no Brasil

No Brasil, a existência de empresas em que os gestores são também os acionistas controladores causa uma dificuldade adicional, além do problema de agência entre acionistas e gestores. Em estruturas onde o gestor e controlador são os mesmos, não há como os demais acionistas imporem políticas de restrição de capital, uma vez que os gestores estão garantidos em seus cargos, contrário dos EUA, onde, segundo Roe (1994) é raro encontrar um acionista com mais de 10% das ações entre as 500 maiores empresas do país, que segundo o autor resulta em uma situação onde os gestores são fortes e

os acionistas fracos, reduzindo assim, a capacidade dos acionistas em afetar as políticas definidas pelos executivos.

No Brasil foi criada uma estrutura que permite que um único acionista tenha controle sobre as decisões da empresa com apenas uma pequena parte da propriedade da mesma. Existem duas classes de ações a ordinária com direito a voto e a preferencial sem direito a voto. A empresa pode possuir até 2 ações preferenciais sem direito a voto para cada ação ordinária. Desde 2001, de acordo com a Lei 10.303/2001, as ações preferenciais não podem exceder 50% das ações emitidas, mas as empresas já existentes podem manter a proporção anterior. Desta forma, um acionista com 17% do capital da empresa em ações ordinárias terá total controle sobre as decisões em uma empresa que apenas 1/3 de suas ações tenha direito de voto.

Procianoy (1994) afirma que esta é uma estrutura simples de controle sem a maioria da propriedade, mas estruturas mais complexas (esquemas piramidais) permitem a manutenção do controle com uma ainda menor fração da propriedade. Faria (2003) dividiu a propriedade entre legal e efetiva (real), sendo que a propriedade legal é a que pertence aos acionistas, é o capital, enquanto a propriedade real é a que pertence aos controladores, sejam eles acionistas majoritários de ações com direito a voto ou simplesmente os executivos de uma estrutura pulverizada.

Valadares e Leal (2000) constataram que no Brasil, o maior acionista possui em média 58% das ações ordinárias e que apenas 11% das empresas brasileiras com ações negociadas na BOVESPA não possuem ações sem direito a voto. Segundo os autores esta característica faz que o principal conflito de agência no Brasil seja entre acionista controlador e minoritário e não entre acionistas e gestores como ocorre nos EUA onde a estrutura de propriedade é pulverizada.

Desde 2004, diversas empresas abriram o capital na BOVESPA diretamente no Novo Mercado, que não permite a existência de ações sem direito a voto. Desta forma, a proporção de empresas somente com ações com direito a voto deve ter aumentado.

Procianoy (1994) demonstrou que no Brasil os controladores têm forte incentivo para reter a maior parcela possível dos lucros de suas empresas já que controlam os recursos da empresa, mas têm direito a apenas uma parcela dos dividendos. Esta atitude pode ser prejudicial aos minoritários, indicando um conflito de agência nesta questão.

O autor aproveitou as alterações na legislação tributária brasileira entre 1988-1989 para verificar se as empresas modificaram suas distribuições de dividendos. A amostra trabalhada era formada por 42 empresas não financeiras que distribuíram pelo menos uma vez dividendo entre 1987 e 1992.

Até 1988 os dividendos eram tributados e ganhos de capital não, em 1989 os dividendos deixaram de ser tributados e somente em 1990 que o ganho de capital passou a ser tributado.

Foi verificado que os gestores consideram a tributação como elemento da política de dividendos de suas empresas uma vez que os níveis de *payout* após a modificação fiscal foram superiores aos anteriores. Foi identificado também um substancial incremento no *payout* em 1991 e posterior redução em 1992.

O autor acredita que a única explicação para o extraordinário *payout* de 1991 é oriunda da Teoria de Agência. Os gestores, ao apresentarem resultados fracos, muitos deles tendo prejuízos, sinalizaram aos acionistas que os resultados ruins eram passageiros mantendo o pagamento de dividendos.

A não utilização da estratégia sugerida pelo autor de pagamento de altos dividendos seguida de recapitalização é para o autor um indício de uma relação de agência entre acionistas controladores e acionistas minoritários, onde a maximização da riqueza dos acionistas como um todo não é buscada.

Cherobim e Andrade (2005) realizaram um estudo com o objetivo de investigar se a política de dividendos é utilizada como um instrumento para redução dos custos de agência. Foram efetuadas regressões para os exercícios fiscais de 1996 a 2000 com dados das empresas listadas na BOVESPA com resultado positivo e foram excluídas do estudo as empresas de controle estatal e financeiras.

Os autores encontraram indícios de que os dividendos são relacionados positivamente aos lucros, à concentração do controle acionário e à qualidade dos investimentos, e inversamente relacionados ao risco. O resultado encontrado mostra evidências de que as empresas que mais distribuem dividendos experimentam menores custos de agência.

2.6. Ciclo de vida da empresa

Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) questionam o modelo de sinalização dos dividendos. Os autores pesquisaram se mudanças na política de dividendos estão relacionadas com o ciclo de vida da empresa, e não com a lucratividade futura. A hipótese central dos autores é que a empresa tende a aumentar os dividendos ao tornarem mais maduras quando possuem menos oportunidades de

investimentos. Eles acreditam que o aumento dos dividendos está associado a diminuição da rentabilidade e do risco.

Os autores trabalharam com uma amostra de 7.642 anúncios de dividendos entre 1967 e 1993 e identificaram que as empresas que aumentaram dividendos tiveram uma redução em seu risco, enquanto as empresas que reduziram dividendos apresentaram um aumento de seu risco. Os autores justificam a reação positiva nos preços das ações ao anúncio de aumento de dividendos pela mudança no risco da empresa, já que um menor risco exige um menor retorno e como consequência, o valor das ações aumenta.

Deste modo Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) sugerem que o aumento dos dividendos transmite informações para o mercado, mas não sobre a lucratividade, mas de transição de um estágio de alto crescimento para um estágio de maturidade ou baixo crescimento.

Apicella (2001) afirma que investidores ao comprarem ações de crescimento geralmente abrem mão de dividendos em troca da promessa de maiores dividendos no futuro, pois empresas em rápido crescimento necessitam reinvestir todo seu lucro. O autor acredita que quando uma empresa alcança o topo em seu ciclo de vida ela tem condições de pagar dividendos maiores que antes aos seus acionistas e este normalmente é um sinal de que as oportunidades de crescimento são limitadas.

Fama e French (2001) identificaram que empresas com alta rentabilidade e baixo crescimento tendem a pagar dividendos, enquanto empresas com alto crescimento e pequenos lucros têm uma tendência de reter seus lucros para financiar o crescimento.

DeAngelo, DeAngelo e Stulz, (2004) justificam a retenção de lucros no estágio inicial de uma empresa com oportunidade de crescimento e baixa rentabilidade por esta alternativa de financiamento ser mais acessível do que o financiamento externo. O custo de financiamento externo se reduz com a maturidade da empresa, tornando-se mais barato que o financiamento interno, proporcionando assim, o pagamento de dividendos.

DeAngelo et al. testaram se empresas com uma alta relação entre lucros acumulados e total do patrimônio líquido (LA/PL) têm uma maior propensão a pagar dividendos do que empresas com valores baixos nesta relação.

Os autores acreditam que empresas com baixo LA/PL tendem a estar no estágio inicial de vida, enquanto as empresas com um alto LA/PL em geral são mais maduras e com grande quantidade de

lucros acumulados que permitiram um próprio financiamento, por esta razão, seriam boas candidatas a boas pagadoras de dividendos. Os autores identificaram que esta relação não é correlacionada com o lucro no curto prazo, variável esta normalmente correlacionada com os dividendos.

Foram analisadas empresas listadas na NYSE, NASDAQ e AMEX entre 1973 e 2002 e foi identificada uma relação significativa entre a decisão de pagar dividendos e a relação entre lucros acumulados e patrimônio líquido, sendo este um indicativo de que a política de dividendos pode sinalizar o estágio em que a empresa se encontra em seu ciclo de vida.

Arnott e Asness (2003) analisaram o *payout* das empresas do S&P500 no período entre 1946 e 2001 e encontraram resultados contrários ao esperado pela teoria do ciclo de vida. Os autores analisaram o *payout* da empresa em um ano e crescimento do lucro nos 10 anos subsequentes e identificaram uma correlação significativa, sendo que o R^2 desta regressão foi 0,546, ou seja, empresas que pagam mais dividendos em relação ao lucro apresentaram maior crescimento no lucro.

O resultado apesar de ter significado estatístico pode ser uma falsa ilusão de evidência contrária à teoria do ciclo de vida. Como nos EUA há uma tradição de dividendos fixos e como identificado por Lintner (1956) e confirmado por outros autores (Brav et Al, 2004; Baker e Powell, 1999) as variações no lucro que não persistirão no futuro, não devem alterar, o valor do dividendo, conseqüentemente aumenta o *payout* quando ocorre uma redução nos lucros e diminui o *payout* quando o lucro cresce. Nos anos seguintes, a recuperação do lucro ao patamar anterior pode ocasionar uma falsa percepção de crescimento do lucro e sugerir que as empresas com maior *payout* apresentam um maior crescimento no lucro.

2.6.1. A percepção dos executivos sobre o ciclo de vida da empresa

Lintner (1956), nos EUA, e Partington (1985), na Austrália, constataram que a decisão sobre dividendos é independente da decisão de investimentos. Pesquisas mais recentes (Baker e Powell, 2000; Chee e Hassan, 2005; Baker, Mukherjee e Paskelian, 2007) já mostraram que a decisão de dividendos não é mais independente dos investimentos, portanto a teoria do ciclo de vida parece ser válida. Nesta tese o relevante é identificar a visão dos gestores sobre esta questão e verificar se o estágio de maturidade da empresa tem influência na decisão da política de dividendos da empresa.

2.6.2. Ciclo de vida da empresa no Brasil

No Brasil, Heineberg e Procianoy (2003) testaram se empresas com oportunidades de crescimento apresentam uma relação negativa com a política de dividendos, ou seja, se as empresas com mais oportunidades de crescimento apresentam menores *payouts*. Os autores encontraram uma relação positiva significativa a 10%, ou seja, contrário ao esperado pela teoria do ciclo de vida.

Não foi identificado nenhum artigo testando se a política de dividendos da empresa apresenta alguma relação com o crescimento futuro da empresa aqui no Brasil e este é um ponto interessante de ser estudado, mas nesta pesquisa o relevante é identificar a visão dos gestores sobre esta questão e verificar de o estágio de maturidade da empresa tem influência na decisão da política de dividendos da empresa.

2.7. Levantamentos com executivos

Graham and Harvey (2001) consideram importante conhecer como as empresas operam e identificar áreas onde as recomendações acadêmicas ainda não foram completamente implementadas. Os autores acreditam que pesquisas que descrevem as práticas de finanças corporativas ajudam a desenvolver novas teorias e podem modificar crenças de pesquisadores. Graham and Harvey (2001) examinaram orçamento de capital, custo de capital e estrutura de capital nos EUA e Canada. Talvez este trabalho seja um dos responsáveis pela revalorização dos levantamentos em finanças corporativas no século XXI.

Nesta parte, apresentaremos os principais levantamentos sobre dividendos e recompra de ações realizados no mundo. Iniciamos com o trabalho de Lintner, provavelmente, o mais conhecido estudo de campo em finanças realizado até hoje.

2.7.1. Lintner (1956)

Um dos primeiros trabalhos com o objetivo de identificar a importância dos dividendos na opinião dos administradores das empresas americanas foi o de Lintner (1956). O autor primeiramente revisou cuidadosamente a literatura acadêmica e não acadêmica sobre política de dividendos e listou 15 características e fatores aparentemente importantes na definição da política de dividendos. Depois foram analisadas as informações disponíveis sobre 600 empresas listadas e bem estabelecidas, sendo que 28 destas foram selecionadas para uma investigação mais detalhada de maneira que pelo menos 3 empresas não agiam conforme cada uma das características observadas.

Todas as empresas eram da área industrial e foram divididas entre indústrias de bens duráveis e não duráveis e também entre fornecedora para consumidores e para a indústria. Outros fatores foram incluídos: tamanho, frequência na mudança nos dividendos, rentabilidade sobre capital, margem bruta, estabilidade dos lucros, capitalização, utilização de dividendos em ações, desdobramentos, e propriedade das ações pelos controladores.

Uma análise financeira completa foi feita nas publicações destas 28 empresas entre 1947 e 1953, totalizando 7 anos e 196 amostras, com uma especial ênfase em identificar situações que os dividendos deveriam ter sido alterados devido algum fato ocorrido, mas não houve modificações nos dividendos pagos. As posteriores entrevistas focaram as decisões nestes casos e também as decisões quando os dividendos foram alterados.

As entrevistas foram realizadas com 2 a 5 executivos de cada uma das 28 empresas, incluindo presidentes, vice-presidentes, tesoureiros, controladores e diretores com o objetivo de detectar diferenças no ponto de vista que poderiam afetar a decisão.

Nos 196 casos estudados não foi encontrado um único caso em que a decisão de quanto pagar de dividendos não considerou o montante pago no período anterior à decisão. E a questão de quanto deveria ser a mudança nos dividendos somente é discutida após os gestores estarem convencidos que a mudança é desejável.

Ficou claro nas observações de Lintner (1956) que estes elementos de inércia, conservadorismo, além da crença de que a maioria dos acionistas prefere uma política de dividendos estável, são fortes o suficiente para que a maioria dos gestores evitem mudanças nos dividendos.

Lintner (1956) considera que mudanças nos dividendos somente são feitas se existirem fortes razões que envolvam gestores, acionistas e financiadores. Para Lintner, o lucro líquido do exercício reúne estas condições melhor que qualquer outro fator, uma vez que este é publicado periodicamente e recebe grande destaque na imprensa.

Foi constatado também que os gestores fazem o melhor planejamento possível para evitar a desconfortável situação de ter que cortar dividendos. A reação dos acionistas tem sido rigorosa com as empresas que enfrentam esta situação. As empresas de modo geral possuem uma política de dividendo padrão influenciada por um misto de atitudes e sentimentos, pressões e senso de responsabilidade, nível de honestidade e boa gestão.

Interessante notar que Lintner (1956) já considerava aspectos não racionais como fatores de influência na formação da política de dividendos muito antes do surgimento das Finanças Corporativas Comportamentais e em uma época que os princípios da racionalidade começavam a dominar as teorias financeiras.

Lintner (1956) encontrou que o atual nível de lucratividade, quase que invariavelmente era o ponto de partida para a consideração se os dividendos deveriam ser alterados. Também foi identificado que a relação entre o lucro atual e os dividendos adotados era o principal fator individual na determinação da mudança no valor dos dividendos e que aumentos substanciais no lucro deveriam ser distribuídos aos acionistas, mas como os gestores evitam reduzir dividendos, este lucro adicional não é repassado imediatamente.

A maioria das empresas determina um *payout* como alvo a ser atingido, mas os executivos não consideram o cumprimento desta meta uma obrigação, assim sendo a empresa pode apresentar *payout* mais baixo em momentos de bons resultados e *payout* maior em momentos de lucros pequenos.

Em sua pesquisa, Lintner (1956) também constatou que a maioria dos executivos considerava as decisões de investimentos independente da distribuição de dividendos, ou seja, após distribuir o montante decido a empresa analisava as oportunidades de investimento e se houvesse projetos interessantes, mas não houvesse recursos a empresa analisava a viabilidade de captação de novos recursos.

Outros fatores que apareceram como importantes na definição da política de dividendos na pesquisa de Lintner (1956) foram: perspectiva de crescimento do setor e, mais importante, perspectivas de crescimento e lucratividade da própria empresa; movimento cíclico médio de oportunidades de investimentos; necessidade de capital e fluxo de fundos internos; experiência passada; importância relativa dada pelo gestor para ganhos de longo prazo em comparação aos dividendos atuais para seus acionistas; percepção do gestor sobre preferência de seus acionistas e importância de qualquer prêmio de mercado pela política de dividendos adotada.

O trabalho de Lintner (1956) sobrevive até hoje, pois apresenta uma riqueza de informações sobre um assunto que ainda hoje não tem respostas conclusivas, porém, como a amostra foi escolhida para atender um interesse específico e não selecionada aleatoriamente não se pode ter conclusões com

relevância estatística e conseqüente generalização dos resultados encontrados, todavia, a profundidade e qualidade das entrevistas trouxeram importantes achados para a teoria de dividendos.

2.7.2. Baker, Gallagher e Morgan (1981)

Para identificar as razões para a tendência da época (1980) das empresas recomprarem suas próprias ações Baker, Gallagher e Morgan (1981) enviaram um questionário para diretores financeiro (*chief financial officer* - CFO) s de 150 empresas listadas na NYSE que apresentaram mudanças no número de ações em tesouraria (empresas que realizaram recompra) entre dezembro de 1977 e maio de 1979. O mesmo questionário fora enviado para CFOs de 150 empresas listadas na NYSE que não faziam parte da lista com empresas que recompraram ações. As 150 empresas de cada grupo foram selecionadas aleatoriamente. Os autores receberam 136 questionários válidos, sendo 73 do grupo de empresas que recompraram ações e 63 do grupo de empresas que não realizaram recompra de ações.

O questionário era composto de 25 afirmações sobre as quais os executivos deveriam indicar seu grau de concordância em uma escala de 7 pontos. Além das afirmações havia 6 questões de múltipla escolha e uma questão aberta.

Para testar se a amostra apresentava o viés dos não respondentes, os autores dividiram a amostra pela ordem de devolução dos questionários e compararam as respostas dos primeiros respondentes com as respostas dos últimos respondentes e não encontrou diferenças significativas entre as respostas.

Os executivos, tanto de empresas que realizaram recompra, como das empresas que não realizaram recompra discordam de que a recompra de ações pode ser vista como um substituto dos dividendos. Sendo esta a afirmação a que teve menor grau de concordância em ambos os grupos.

As empresas que recompraram ações concordaram mais efetivamente com as seguintes afirmações: recompra de ações é um bom investimento quando a administração sente que os preços das ações estão depreciados; uma importante razão para recompra de ações é fornecer programas de opções de compra de ações para os funcionários; recompra de ações pode remover um grande bloco de ações pesando sobre o mercado.

Já as empresas que não recompraram ações concordam mais efetivamente com as seguintes afirmações: a recompra de ações, por aumentar a alavancagem da empresa, pode ser prejudicial à estrutura de capital da empresa; recompra de ações pode remover um grande bloco de ações pesando

sobre o mercado; por aumentar o lucro por ação, a recompra de ações tem um efeito positivo no preço da ação.

Foi perguntado somente para os executivos de empresas que efetuaram recompra de ações qual é a natureza da decisão de recompra de ações. A alternativa mais citada foi decisão de investimentos (50,7%). Há outras duas respostas que merecem destaque nesta questão: nenhum executivo escolheu a alternativa decisão de dividendos e 20,5% responderam necessidade para opção de compra de ações dentro da alternativa outros, já que não havia essa alternativa.

Quando perguntados sobre o método pelo qual as empresas recompravam ações, a recompra em *open market* foi a opção de 64,4% dos executivos. A motivação para recompra de ações teve duas respostas predominantes: bom investimento para o excesso de caixa e uso de ações para planos de opções de compras para funcionários.

Aos executivos de empresas que não realizaram recompra de ações foi perguntado os motivos da empresa não ter efetuado recompra e a principal resposta foi falta de excesso de caixa (47,6%). Outras razões menos expressivas citadas foram: falta de atratividade das ações, não necessitavam de ações para plano de benefícios de funcionários, aquisições e por estarem proibidos por uma restrição (9,5% cada uma).

Executivos de ambos os grupos foram questionados sobre a desvantagem em recomprar ações e para ambos grupos, a principal desvantagem citada foi a redução do patrimônio líquido o que poderia prejudicar a estrutura de capital (34,2% dos que recompraram e 31,7% dos que não recompraram ações). A segunda resposta mais freqüente para os executivos de empresas que efetuaram recompras foi não há desvantagens na atual circunstância (17,8%). Já para os executivos de empresas que não realizaram recompra a segunda resposta mais freqüente foi redução de fundos para futuros dividendos, investimentos e crescimento (19%).

2.7.3. Baker, Farrelly e Edelman (1985)

Baker, Farrelly e Edelman (1985) também consideraram que a comunidade acadêmica não estava sendo capaz de explicar claramente a política de dividendos e propuseram uma mudança de ênfase e perguntaram para uma amostra de executivos financeiros quais fatores consideravam mais importantes na determinação da política de dividendos de suas empresas.

O objetivo dos autores era verificar se determinantes da política de dividendos na época eram os mesmos do que os identificados por Lintner (1956), examinar a percepção dos executivos em relação a sinalização e efeito clientela e verificar se gestores de diferentes setores apresentam visões semelhantes sobre os fatores determinantes da política de dividendos.

Foram enviados questionários pelo correio para CFO de 562 empresas listadas na NYSE, sendo 309 do setor industrial, 150 de serviços de utilidade pública e 103 do comércio. Retornaram 318 respostas aproveitáveis, sendo 147 do setor industrial, 114 de serviços de utilidade pública e 57 do comércio.

A pesquisa foi realizada entre fevereiro e abril de 1983, não identificava a empresa respondente e o questionário era composto de 3 partes:

- i) 15 questões fechadas em uma escala de 5 pontos (nenhuma importância até máxima importância) sobre a importância de vários fatores que a firma utiliza para determinar sua política de dividendos;
- ii) 18 questões fechadas em uma escala de 7 pontos (discordo fortemente até concordo fortemente) sobre teorias a respeito política de dividendos;
- iii) Questões sobre o perfil da empresa, incluindo dividendos e lucro por ação.

O fato de não identificar o respondente pode deixar o respondente mais a vontade para responder com sinceridade o questionário, mas por outro lado, a necessidade de obter dados sobre a empresa torna a pesquisa mais longa e cansativa. Como dados sobre a empresa são obtidos, o anonimato não existe realmente, pois confrontando os dados respondidos com informações públicas das empresas é possível identificar a origem da maioria das respostas. A garantia de confidencialidade dos dados e a garantia de não utilização de respostas individuais poderia eliminar a terceira parte do questionário sem prejuízo na qualidade das respostas.

Na primeira parte os autores identificaram 4 fatores relevantes para os 3 setores estudados:

- i) Antecipar nível de lucratividade futura da empresa;
- ii) Padrão dos dividendos passados;
- iii) Disponibilidade de caixa;
- iv) Preocupação em manter ou elevar valor da ação (mais forte no comércio).

Na segunda parte os autores testaram algumas questões teóricas e encontraram os seguintes resultados na percepção dos executivos:

- i) A empresa deve evitar mudanças nos dividendos que terão que ser revertidas no futuro;

- ii) As razões de mudanças na política de dividendos devem ser claramente explicadas aos investidores;
- iii) A empresa deve manter um histórico de pagamentos ininterruptos de dividendos;
- iv) A empresa deve ter um *payout* alvo;
- v) Dividendos afetam o preço das ações;
- vi) Dividendos sinalizam resultados futuros;
- vii) A maioria não concordou e nem discordou que investidores buscam empresas com dividendos apropriados com sua particular situação fiscal;
- viii) A maioria não concordou e nem discordou que empresa deva atender a política de dividendos desejada pelos acionistas;
- ix) A decisão de investimento não é independente da política de dividendos;
- x) Não acreditam que os investidores sejam indiferentes ao retorno em dividendos e ganho de capital.

Os autores compararam se havia diferença significativa entre as respostas dos 3 setores analisados utilizando o teste Qui-quadrado e não encontraram diferença significativa entre comércio e indústria, mas foram identificadas diferenças no setor de serviços de utilidade pública em relação aos demais e sugeriram que essas diferenças poderiam ser conseqüências do setor ser mais regulamentado e seus executivos enxergarem o mundo de maneira diferente dos executivos do setor competitivo. Por exemplo, estas empresas possuem o poder de monopólio sobre um produto com demanda estável, assim sendo, o risco de redução de dividendos por uma inesperada redução nos lucros é muito menor já que seus lucros são razoavelmente estáveis e uma conseqüência disto são *payout* médios maiores no setor de serviços de utilidade pública comparado com os demais.

Apesar da maioria dos executivos acreditarem que a política de dividendos afeta o preço da ação, esta percepção é muito maior entre os executivos do setor de serviços de utilidade pública e uma conseqüência desta percepção a maioria dos gestores desta área acreditam que devam atender as expectativas de dividendos de seus acionistas, enquanto na outras áreas a opinião dos respondentes foi neutra em relação esta questão.

2.7.4. Partington (1985)

Partington (1985) considera que os gestores somente podem decidir sobre recursos que estão disponíveis e portanto a fonte de fundos deve ser igual ao uso dos fundos e utilizou a seguinte expressão para representar a igualdade:

$$\Delta I_t + DI_t = \Delta S_t + \Delta B_t + Y_t$$

Equação (3)

onde: ΔI_t = investimento líquido no período t

DI_t = dividendos no período t

ΔS_t = financiamento do patrimônio líquido no período t

ΔB_t = endividamento líquido no período t

Y_t = lucro líquido no período t

Partington (1985) considerou o lucro como dado, portanto há quatro variáveis sujeitas ao controle da gestão da empresa, sendo que apenas 3 podem ser determinadas independentemente. Baseado nesta suposição o autor apresentou 3 principais políticas de dividendos que poderiam ser adotada, sendo elas:

- i) Política de dividendo residual – o nível de dividendo depende dos investimentos e fontes de financiamento;
- ii) Política de dividendo independente – A decisão de pagamento de dividendos independente dos investimentos e financiamentos
- iii) Política de dividendos simultânea – A decisão não é nem residual e nem totalmente independente. A decisão depende de fatores exógenos, mas investimentos e financiamentos também são considerados.

A relação entre dividendo, investimento e financiamento e como os executivos financeiros decidem sobre essas variáveis é o foco de interesse de Partington (1985) que enviou um questionário para executivos de 152 empresas dentre as 300 maiores empresas listadas na Sydney Stock Exchange Industrial. Retornaram 93 questionários válidos.

O questionário foi dividido em 2 partes: na primeira foram listados 9 motivos para o pagamento de dividendos e as respostas estavam em uma escala de cinco pontos (não importante até muito importante). Na segunda parte foram apresentadas 11 alternativas sobre política de dividendos em uma escala de 6 pontos (“nunca” até “muito frequentemente”).

Partington (1985) considerou como condição pré-necessária para uma política não residual de dividendos a existência de pelo menos uma motivação para o pagamento de dividendos que exija uma administração ativa, enquanto uma política residual de dividendos é motivada pela distribuição de excesso de liquidez, consequência de inexistência de bons projetos de investimento.

Distribuição de excesso de liquidez e falta de oportunidade de investimentos rentáveis foram identificados como motivo não importante por 94,4% e 92,1% dos respondentes respectivamente, sugerindo que a política de dividendos não é residual. A principal razão identificada para o pagamento de dividendos foi o desejo de satisfazer os acionistas (70,6%) e manter a lealdade dos acionistas (62,1%). Partington sugere que os gestores utilizam o pagamento de dividendos como uma forma de influenciar o posicionamento da empresa no mercado financeiro, facilitando financiamentos futuros e

reduzindo a ameaça de *takeover*. Os dividendos também são vistos como uma sinalização sobre resultados futuros.

Na segunda parte foram analisadas as relações entre financiamento, investimento e dividendos. Foi identificado que 52,3% das empresas recorrem ao financiamento externo com frequência e comparou as restrições aos investimentos e dividendos em duas situações: quando a empresa busca financiamento externo e quando não há novo financiamento externo.

Em situações que a empresa busca financiamento externo, raramente dividendos ou investimentos tem preferência em detrimento do outro. Nesta situação 10,4% dos executivos frequentemente priorizam dividendos e aplicam restrições aos investimentos e 6,4% deles dão prioridade aos investimentos e limitam os dividendos.

Na situação em que a empresa não busca novo financiamento externo não há grande mudança, somente uma minoria dos executivos admite priorizar investimento ou dividendo em detrimento do outro. A diferença é um maior percentual de executivos que dão prioridade aos dividendos (17,4%) e menor percentual de executivos que priorizam os investimentos (4,3%). Estes resultados permitiram o autor concluir que os dividendos não são determinados residualmente e que as empresas geralmente adotam políticas de dividendos e investimentos independentes.

2.7.5. Partington (1989)

Partington (1989) considera este artigo uma continuação de Partington (1985) e tem como objetivo identificar quais os motivos das empresas para o pagamento de dividendos. O questionário é o mesmo utilizado por Partington (1985). Neste artigo é apresentado o nível de importância dada pelos executivos a 22 variáveis. O autor utilizou uma escala de 1 a 5 para as respostas.

As principais variáveis identificadas como importante ou muito importante por pelos 70% dos executivos australianos na definição dos dividendos foram: aumento nos lucros (94,6%), queda nos lucros (91,7%), dividendos estáveis (78,4%), preço da ação (77,2%) e estabilidade dos lucros (70,3%).

O autor também solicitou que os executivos indicassem seu nível de concordância com 20 afirmações em uma escala de 1 a 5, com o objetivo de identificar quais variáveis influenciam a política de dividendos.

Quatro afirmações tiveram um nível de concordância superior a 90%. O corte de dividendos provavelmente teria um efeito negativo no valor das ações (93,5%), dividendos somente devem ser cortados se os lucros caírem rapidamente e continuarem a níveis baixos (93,5%), dividendos estáveis criam menor incerteza na mente dos investidores em relação aos lucros futuros do que dividendos flutuantes (90,3%), dividendos somente devem ser aumentados quando a tendência de aumento dos lucros estiver claramente estabilizada (90,1%).

Estes resultados apontam para uma percepção dos dividendos pelos executivos australianos semelhante ao dos americanos, conforme identificado por Lintner (1956). Os executivos evitam mudanças nos dividendos e estas quando ocorrem, são justificadas por variações nos lucros.

2.7.6. Wansley, Lane e Sarkar (1989)

Wansley, Lane e Sarkar (1989) realizaram um levantamento com CFOs das maiores empresas americanas com o objetivo de identificar a motivação para a realização de recompra de ações. O questionário foi enviado em julho de 1987 para 533 CFOs identificados no *1986 Institutional Investor annual CFO roster*. Para garantir uma amostra razoável de empresas que realizaram recompra de ações através de oferta pública foi enviado também questionário para 87 CFOs de empresas que realizaram oferta pública de recompra de ações entre 1983 e 1985. Os autores receberam 140 questionários válidos, sendo 11 da lista de empresas que realizaram oferta pública de recompra de ações. No total 42 das empresas respondentes não realizaram recompra de ações e 98 recompraram ações. Destas 98, a oferta pública foi a opção adotada por 22 empresas.

Os respondentes deveriam indicar seu grau de concordância com 17 afirmações em uma escala de 7 pontos: -3 (discordo fortemente) a +3 (concordo fortemente), tendo o ponto 0 (sem opinião). Os respondentes também tinham que responder se realizaram alguma recompra de ações nos últimos 5 anos e se sim, qual método utilizado.

O principal motivo para recompra de ações em ambos os grupos é porque a administração sente que as ações estão desvalorizadas. Sinalizar aos investidores confiança nos resultados futuros foi a segunda principal razão para os executivos de empresas que realizaram recompra e terceira para os executivos de empresas que não recompraram ações. Apesar de estar em terceiro lugar entre o grupo das empresas que não recompraram ações, esta alternativa apresentou um maior grau de concordância do que entre os executivos que recompraram ações.

Os executivos de empresas que não recompraram ações apresentaram grau de concordância significativo em mais dois motivos que levam a empresa a recomprar ações: falta de oportunidade de investimento e a empresa apresenta excesso de caixa. Os executivos de empresas que efetuaram recompra de ações também apresentaram médias positivas, mas elas não foram significativamente diferente de zero.

Os motivos que apresentaram maior discordância nos dois grupos foram: atrair maior atenção do mercado e aumentar a participação dos proprietários internos.

Os executivos nesta pesquisa também não consideraram a recompra de ações como uma alternativa aos dividendos, sendo que esta discordância é mais forte entre os executivos que efetuaram recompra de ações.

A afirmação que apresentou maior discordância entre os dois grupos foi a de que a recompra de ações serviria como uma forma de reduzir o custo de servir muitos pequenos e eventuais acionistas. Este motivo foi rejeitado pelos executivos de empresas que efetuaram recompra de ações, com nível de confiança de 99%, enquanto os executivos de empresas que não efetuaram recompra de ações concordaram com a afirmação com um valor p para o teste t de que a média é diferente de zero igual a 0,107, ou seja, com um nível de confiança próximo a 90%. Esta resposta foi significativamente diferente entre os 2 grupos com nível de confiança de 99%.

Os autores dividiram o grupo de empresas que recompraram ações em empresas que fizeram oferta pública e empresas que somente realizaram recompra de ações no mercado. Os executivos dos três grupos (não efetuaram recompra de ações, recompraram ações somente no mercado e realizaram oferta pública de recompra de ações) indicaram seu grau de concordância com 11 afirmações sobre quando os prêmios na oferta pública são maiores.

Os três grupos concordaram de maneira significativa com as mesmas quatro afirmações:

- i) Quando faz parte de uma estratégia para evitar um *takeover*;
- ii) maior confiança da administração nos lucros futuros e preços da ação;
- iii) maior porcentagem de recompra de ações com maior resistência;
- iv) quando são oferecidos títulos de dívida no lugar de dinheiro.

Nenhuma das afirmações apresentou consenso nas discordâncias. Os executivos de empresas que não recompraram ações não discordaram significativamente de nenhuma das afirmações. Já os outros dois grupos discordaram significativamente das seguintes afirmações:

- i) Resultado da reforma fiscal de 1986 que eliminou as diferenças entre ganho de capitais e dividendos;
- ii) se a recompra permite a empresa a pagar dividendos;
- iii) maior relação dívida / patrimônio líquido antes da recompra.

Ainda há duas afirmações que somente os executivos de empresas que somente recompraram ações no mercado discordam significativamente: menor percentagem de ações em propriedade de instituições e maior percentagem de ações em propriedade da administração.

Apesar de não ser significativa, todos os grupos discordaram de todas essas afirmações.

Os principais achados desta pesquisa foram que os executivos acreditam no efeito sinalizador da recompra de ações e não as consideram como uma alternativa aos dividendos.

2.7.7. Pruitt e Gitman (1991)

Pruitt e Gitman (1991) procuraram identificar as percepções dos executivos das principais empresas americanas em relação às decisões de investimento, financiamento e dividendos. Foi enviado um questionário, acompanhado de uma carta explicando o propósito do estudo para CFO das 1000 maiores empresas americanas em junho de 1988.

O questionário foi dividido em duas partes: a primeira abordava questões relacionadas com a interação entre investimentos e financiamentos e a segunda tratava das práticas de dividendos e financiamento. Cada um dos dois questionários foi enviada para 500 empresas, garantindo aos respondentes total anonimato. Retornaram 114 questionários válidos, sendo 49 relativos às questões de financiamento/investimentos e 65 sobre dividendos/financiamentos. Nesta revisão será considerada apenas a pesquisa sobre dividendos.

O questionário era composto por 21 afirmações sobre as quais os respondentes deviam indicar seu nível de concordância em uma escala de 1 a 7. Havia também questões para identificar cargo e experiência dos respondentes. Os gestores que responderam a pesquisa tinham em média mais de 20 anos de experiência e 80% deles se identificaram como executivos do mais alto cargo financeiro (CFO ou vice-presidente financeiro).

Pruitt e Gitman (1991) identificaram muitas afirmações com as quais os executivos não concordam, sendo as principais:

- i) 98,4% dos executivos discordam que o valor total dos ativos influencia os dividendos;
- ii) 95,2% dos respondentes discordam que os dividendos tenham relação com a expectativa do PNB;
- iii) 95,2% dos executivos discordam o valor do estoque afeta os dividendos;
- iv) 92,0% dos respondentes discordam de que as depreciações influenciam os dividendos;
- v) 90,5% dos executivos discordam que a bolsa (NYSE, NASDAQ, OTC) onde a empresa está listada afete os dividendos.

Pruitt e Gitman (1991) não conseguiram identificar muitas afirmações que tivessem alto grau de concordância, sendo as principais encontradas:

88,9% dos respondentes concordam que a taxa de crescimento da empresa afeta os dividendos;

76,2% dos respondentes concordam que o lucro atual influencia os dividendos;

74,7% dos executivos concordam que a variabilidade passada dos lucros afeta os dividendos;

71,5% dos executivos concordam que o valor dos dividendos anteriores afeta o dividendo atual.

Os autores não utilizaram nenhum teste para verificar se as respostas apresentam significado estatístico, mas os valores apresentados sugerem que o conservadorismo dos gestores identificados por Lintner (1956) ainda continuava válido em 1988, sendo os dividendos anteriores e lucros atuais os principais determinantes dos dividendos.

2.7.8. Baker e Powell (2000)

Baker e Powell (2000) consideram este trabalho uma expansão e atualização do levantamento realizada por Baker, Farrelly e Edelman (1985) e por isso manteve uma estrutura semelhante a anterior. Foi elaborado em questionário com 26 questões fechadas com uma escala de 5 pontos (definitivamente não concordo até definitivamente concordo) e as empresas analisadas foram divididas em três setores para verificar como a política de dividendos varia entre indústria, comércio e serviços de utilidade pública.

Nesta nova pesquisa o objetivo era identificar a percepção dos executivos em relação a cinco explicações sobre política de dividendos:

- i) irrelevância ou relevância dos dividendos;
- ii) preferência dos investidores por dividendos a resultados futuros maiores;

- iii) questão fiscal;
- iv) sinalização;
- v) custos de agência.

Antes de iniciar o levantamento os autores aplicaram um pré-teste com um pequeno grupo de acadêmico de finanças, o que é importante, pois possibilita detectar problemas na formulação de questões e assim não eliminar respondentes numa amostra de difícil acesso como no caso desta pesquisa.

O questionário foi enviado para 603 CFO de empresas listadas na NYSE em abril de 1997. O questionário foi enviado novamente em maio de 1997 para aqueles que não responderam na primeira oportunidade com o objetivo de aumentar a amostra. No final os autores receberam 198 respostas válidas, sendo 117 do setor industrial, 28 do comércio e 53 de serviços de utilidade pública.

Um ponto interessante nesta pesquisa foi a identificação do cargo do respondente, sendo que a maioria dos participantes era CFO (63,2%), seguido pelo vice presidente (16,6%), tesoureiro ou assistente de tesouraria (8,8%), diretor de relação com investidores (4,7%) e outros (6,7%), sendo que cerca de 95% destes declararam estar diretamente envolvidos na determinação da política de dividendos da empresa.

Os autores se preocuparam em listar algumas limitações que eles enxergaram na pesquisa, sendo elas:

- i) Foram selecionadas somente empresas que pagam dividendos, o que pode criar algum viés;
- ii) Foi obtido o ponto de vista de apenas um gestor por empresa, podendo portanto esta opinião não ser a visão da empresa;
- iii) O tamanho da pesquisa foi limitado e somente foram feitas questões fechadas para não desestimular a participação dos respondentes;
- iv) Apesar dos esforços de fazer questões claras e do perfeito entendimento dos estudantes que participaram do teste piloto os autores estavam preocupados com o entendimento por parte dos gestores, principalmente com duas questões relacionadas com custos de agência.

Esta pesquisa realmente pode apresentar um viés, pois os motivos que não levam uma empresa a pagar dividendos e a percepção destes executivos não foram considerados, provavelmente os motivos apresentados terão uma importância maior que apresentaria uma pesquisa mais ampla. Por outro lado, identificar o que é importante para as empresas que realmente se importam com dividendos pode explicar melhor algumas questões.

O fato de ter sido coletado apenas um questionário por empresa pode realmente trazer informações não totalmente aceitas pela empresa, mas como o objetivo do trabalho não é identificar os aspectos determinantes da política de dividendos de uma empresa, mas de todo um setor, este ponto, segundo os autores, não compromete a validade da pesquisa.

O tamanho da pesquisa e o não uso de questões abertas realmente limita a total compreensão do problema, mas existe um *trade-off* entre informação necessária e total de respostas válidas. Questionário completo, mas sem respondentes não tem utilidade.

Na primeira parte da pesquisa foram identificado o *payout* e *dividend yield* médio dos respondentes de cada setor conforme apresentado na tabela 1. O setor de serviços de utilidade pública apresentou valores muito superiores aos outros 2 setores.

Setor	Payout	Dividend yield
Indústria	36,67%	2,27%
Comércio	23,00%	1,97%
Serviços de utilidade pública	77,24%	6,22%

Tabela 1 – Payout e dividend yield médio das empresas dos respondentes por setor

A primeira questão a ser pesquisada, se a política de dividendos é relevante para maximizar a riqueza do acionista foi aceita pela a maioria dos executivos com destaque para o setor de serviços de utilidade pública em que 98,1% dos executivos concordaram com a afirmação e nenhum discordou. Também foi identificado que os executivos acreditam que a política de dividendos afeta o custo de capital da empresa e que a decisão de dividendos não é independente da decisão de investimentos.

A maioria dos executivos não concorda com a preferência dos investidores por fluxo de dividendos constante a uma apreciação incerta no valor das ações. Os respondentes do setor de serviços de utilidade pública também se diferenciou dos outros dois setores quanto esta questão 32,1% concordaram com a com a preferência de seus acionistas pelos dividendos contra 17,7% e 17,9% nos demais setores.

Quando questionados sobre a preferência dos investidores por dividendos certos a dividendos futuros maiores e mais arriscados, os executivos do setor de serviços de utilidade pública concordaram com a afirmação (60,4%) enquanto a maioria dos demais executivos não concordou.

A grande maioria dos executivos dos três setores acredita no efeito sinalização dos dividendos, mas por outro lado, quando questionados sobre uma possível ambigüidade na informação transmitida sobre

o futuro da empresa, uma vez que aumento nos dividendos poderia tanto transmitir a falta de bons projetos como a perspectiva de bons resultados no futuro os executivos dos três setores se dividiram entre os que concordavam e não concordavam com a questão sendo que a minoria não se posicionou.

A questão fiscal apresentou algumas contradições, pois ao mesmo tempo que os executivos concordaram que os investidores são atraídos por empresas que adotem política de dividendos adequada a situação fiscal do investidor eles não acreditam que empresas que paguem altos dividendos atraiam investidores nas faixas mais baixas de tributação e empresas que paguem baixos dividendos atraiam investidores nas faixas mais altas de tributação.

As questões sobre custos de agência mostraram que mais de 90% dos executivos acreditam que o pagamento de dividendos força a empresa a buscar financiamento externo, mas apenas 10% dos executivos acreditam que o pagamento de dividendos é um mecanismo para encorajar os gestores a agirem de acordo com o interesse dos acionistas.

Ainda foi identificado que a maioria dos executivos concorda que empresa deve manter uma política de dividendos estáveis, evitar aumentar dividendos que deverão sofrer reversão no futuro e manter um *payout* alvo.

Esta pesquisa encontrou pouca diferença estatística entre o setor de serviços de utilidade pública e demais setores. O autor justificou esta aproximação entre os setores em relação à diferença encontrada em 1985 devido a mudança no ambiente econômico e competitivo no setor de serviços de utilidade pública.

2.7.9. Baker, Veit e Powell (2001)

Os autores realizaram um levantamento com executivos de empresas listadas na NASDAQ com o objetivo de identificar a percepção destes executivos em relação aos dividendos. Neste trabalho eles tiveram a oportunidade de investigar como pensam os gestores de empresas com características diferentes das listadas na NYSE, objeto de análise dos levantamentos anteriores nos EUA.

Os autores apontam a NASDAQ como principal bolsa para novas empresas, incluindo as mais jovens e inovadoras companhias, sendo que muitas não pagam dividendos. Os autores também compararam firmas financeiras, normalmente excluídas das pesquisas em finanças corporativas, com firmas não financeiras.

O questionário foi desenvolvido tendo como base os utilizados por Baker, Farrelly e Edelman (1985) e Baker e Powell (2000) sendo composto por 3 partes: a primeira era composta por 22 fatores importantes na determinação dos dividendos e os respondentes indicavam o nível de importância de cada um dos fatores em uma escala de 0 (nenhuma) a 3 (alta).

Na segunda parte havia questões sobre a administração da política de dividendos e questões sobre os respondentes e a empresa. Na terceira parte os respondentes deveriam indicar o grau de concordância com 27 afirmações apresentadas. Os resultados da terceira parte não foram apresentados no artigo.

Foram incluídas na amostra empresas americanas com ações negociadas na NASDAQ que pagaram pelo menos um dividendo nos anos 1996 e 1997 e que fosse possível identificar nome e endereço do CFO da empresa em 1999, totalizando 630 empresas.

Os questionários foram enviados em junho de 1999 acompanhados de uma carta prometendo confidencialidade. Retornaram 162 respostas utilizáveis e em julho de 1999 foram enviadas novas cartas para os não participantes, que resultaram em mais 26 respostas, totalizando 188 questionários válidos.

A maioria dos respondentes ocupava o posto de CFO (53,7%), mas os demais respondentes também ocupavam posições gerenciais (presidente, vice-presidente e outros) e 92,5% dos respondentes indicaram estar envolvidos na determinação da política de dividendos da empresa.

As respostas foram divididas em 2 grupos: empresas financeiras (121 respondentes) e empresas não financeiras (67 respondentes).

Os autores testaram se a amostra obtida sofria de viés dos não respondentes, comparando havia diferença significativa entre as empresas da amostra e a população em três variáveis: vendas, ativos e valor de mercado. Foi utilizado o teste t para a comparação e não foi identificada diferença significativa.

Os resultados do levantamento indicam que o principal fator para a determinação dos dividendos são os dividendos passados. Os demais fatores relevantes em ordem de importância são: estabilidade dos lucros, lucros atuais e lucros futuros esperados. Os autores utilizaram o teste qui-quadrado para verificar se o nível de importância destes 4 fatores diferiam entre si e não encontraram diferenças

significativas, ou seja, apesar da ordem apresentada não é possível determinar uma diferença de importância entre esses quatro fatores.

O quinto fator de maior importância foi a preocupação com o preço da ação e este fator apresentou diferença significativa em relação a cada um dos 4 principais fatores.

Foi aplicado o teste coeficiente de correlação de postos de Spearman para verificar se havia diferença da importância de fatores entre empresas financeiras e não financeiras. A correlação entre a ordenação dos 2 grupos foi significativa. Os quatro principais fatores foram os mesmos para ambos os grupos, mas a ordem de importância entre eles variou. Foi utilizado o teste qui-quadrado para verificar se essas diferenças eram significativas e 3 deles apresentaram diferenças significativas: estabilidade dos lucros, lucros atuais e lucros esperados, sendo os três mais importantes para as empresas financeiras.

Na segunda parte havia questões sobre a administração da política de dividendos e foi identificado que o maior responsável individualmente pela política de dividendos é o presidente (*chief executive officer* - CEO) (67% das respostas), que a política de dividendos é revisada anualmente (59%), que 50,5% das empresas respondentes possuem um *payout* alvo explícito contra 49% de empresas que não possuíam.

2.7.10. Frankfurter et al. (2002)

Os autores não acreditam ser possível entender a motivação e percepção das pessoas apenas analisando dados de mercado. Para os autores a única maneira para entender o enigma dos dividendos é averiguar a percepção dos envolvidos perguntando suas opiniões. Eles então assim fizeram em um levantamento com CFOs de empresas listadas em pelo menos uma das 8 bolsas da Alemanha em setembro de 2000.

Objetivo dos autores foi compreender a percepção dos CFOs em relação a atitude dos investidores em respeito aos dividendos. Para isso, foi criado um questionário com 26 questões fechadas em uma escala contínua variando entre discordo fortemente até concordo fortemente. Nestas questões foram testadas as seguintes explicações para justificar a política de dividendos: efeito fiscal, efeito clientela, teoria de agência, sinalização, crenças dos executivos identificadas por Lintner (1956), teoria da irrelevância e *pecking order*.

O questionário foi enviado pelo correio para o CFO de 954 empresas listadas na Alemanha e retornaram 420 respostas. As respostas foram tabuladas em uma escala com 3 pontos: discorda, neutro e concorda. Foram identificadas 8 questões que a grande maioria dos participantes concordou com a

afirmação e 10 questões em que a maioria dos respondentes discordou da expressão. Nestes 18 casos a diferença entre os que concordaram e discordaram é significativa a 99%.

As oito justificativas sobre os dividendos sobre as quais os executivos concordam são:

- i) Acionistas gostam de receber dividendos regulares;
- ii) Pagamento de dividendos é necessário porque os acionistas esperam recebê-los;
- iii) Uma vez que a empresa inicia o pagamento de dividendos esta prática deve continuar, caso contrário os acionistas irão supor que a empresa esta enfrentando dificuldades;
- iv) As empresas somente aumentam os dividendos quando acreditam que podem manter o novo nível de dividendos;
- v) Um aumento nos dividendos é um sinal que a empresa vai bem;
- vi) Há apenas uma reação de curto prazo positiva no preço da ação e o investidor institucional sabe qual será esse efeito;
- vii) Acionistas sabem a diferença entre dividendos e bonificação;
- viii) Investidores não acreditam que o aumento dos dividendos é um sinal que a empresa não tem nenhuma outra melhor alternativa para este recurso.

Os executivos não concordaram com as 10 afirmações abaixo:

- i) Acionistas preferem bonificação a dividendos;
- ii) Não acreditamos que os acionistas estão interessados em dividendos;
- iii) Quando queremos manter recursos na empresa substituímos dividendos por bonificação, pois o acionista não sabe a diferença entre ambos;
- iv) Pagar dividendos cria uma custosa fonte da saída de recursos da empresa;
- v) Somente empresas com valorização nas ações deveriam aumentar dividendos;
- vi) O investidor individual não compreende o real valor econômico dos dividendos;
- vii) Substituir bonificação por dividendos é um sinal que a empresa está tendo um desempenho ruim;
- viii) Muitos investidores acreditam que um aumento nos dividendos é um sinal que a empresa não tem nenhuma alternativa melhor para o dinheiro;
- ix) Muitos de nossos acionistas não negociam suas ações mesmo se elas estiverem subindo ou caindo;
- x) Não pagar ou pagar o mínimo possível de dividendos é importante, pois permite reter lucros.

Uma análise interessante feita neste levantamento foi explorar as diferenças de percepção dentro da amostra. Os autores dividiram a amostra em 2 grupos (A e B) juntando em cada um deles as empresas

com padrão de resposta semelhantes através da técnica de cluster. No grupo A ficaram 367 respondentes e no B ficaram 53 participantes. Para identificar as questões mais representativas na decisão sobre dividendos foi feita uma análise fatorial do componente principal utilizando a matriz de correlação com a rotação VARIMAX. Foram identificados 12 fatores dentre as 26 afirmações do questionário que explicavam 69,24% da variação das respostas.

Ambos os grupos concordaram com questões referente à continuidade dos dividendos, efeito negativo na redução de dividendos, aumento de dividendos somente se os mesmo forem sustentáveis no futuro e que investidores institucionais conhecem os efeitos dos dividendos.

O menor grupo (B) por outro lado, contrário a maioria tem as seguintes percepções:

- i) Não acredita que os acionistas estão interessados em dividendos;
- ii) Não acreditam que os acionistas preferem dividendos a bonificações;
- iii) Acredita que o investidor individual conhece a diferença entre dividendo e bonificação;
- iv) Acreditam que dividendos não é um instrumento para manter o preço da ação em uma faixa desejada;
- v) Acreditam que os dividendos não tenham efeito no valor da ação;
- vi) Acreditam que o anúncio de dividendos provoca apenas um efeito positivo de curto prazo;
- vii) Acreditam que dividendos não são custosos;
- viii) Acreditam que os acionistas não esperam dividendos, portanto não é necessário pagá-los;
- ix) Acreditam que dividendos não sinalizam bons resultados;
- x) Não acreditam que o aumento no valor da ação é uma pré-condição para pagamento de dividendos;
- xi) Acreditam que o investidor não profissional não conhece o real valor dos dividendos;
- xii) Acreditam que aumento nos dividendos sinaliza que a empresa não tem nada melhor para fazer com o dinheiro;
- xiii) Acreditam que pagar pouco dividendos é uma maneira de reter lucros.

Os autores compararam características do setor, contábeis e de mercado de ambos grupos para verificar diferenças e semelhanças entre os grupos e identificaram diferenças significativas em quatro variáveis: quantidade de ações pertencentes a instituições ($A > B$); idade da empresa ($A > B$); valor de mercado / valor patrimonial ($A < B$) e preço / lucro ($A < B$). Também foi identificado que 54% das empresas do grupo A são negociadas na Amtlicher Handle (mais tradicional, com as mais conhecidas empresas alemãs), enquanto apenas 13% das empresas do grupo B são negociadas nesta bolsa, sendo

que 68% das empresas do grupo B têm suas ações listadas na Neuer Markt (especializada em ações de crescimento, principalmente de empresas de tecnologia) contra apenas 13% das empresas do grupo A.

Estes resultados parecem sustentar a hipótese do ciclo de vida, pois aparentemente os dividendos são mais importantes na visão dos CFOs das empresas mais antigas, com menor crescimento (relação valor de mercado e contábil) e menor risco (relação preço lucro).

2.7.11. Seneque e Gourley (2002)

Seneque e Gourley (2002) realizaram um levantamento com executivos na África do Sul com o objetivo de compreender a política de dividendos no país e verificar se os fatores que influenciam a política de dividendos na África do Sul são os mesmos que os identificados nos EUA.

Os autores acreditam que o mercado sul africano é desenvolvido, tem um complexo mercado de capitais, sofisticados investidores e uma ativa e conceituada bolsa de valores e não difere muito do mercado norte-americano, mas mencionaram duas diferenças: natureza e grau de regulamentação dos mercados e sistema de tributação. Desta forma eles acreditam que não há diferenças entre os principais fatores considerados nas decisões gerenciais sobre dividendos.

Foi enviado um pequeno questionário com seis perguntas para executivos financeiros de 145 empresas listadas na Bolsa de Johannesburg em 1980 e foi obtido o retorno de 63 respostas válidas. Os resultados obtidos foram:

- i) 90% dos executivos afirmaram que a política de dividendos é melhor descrita como ativa e não residual;
- ii) 75% dos executivos consideram a Bolsa de Johannesburg eficiente e 90% destes acreditam que o investidor não é indiferente ao ganho de capital e dividendos;
- iii) 85% apontaram continuidade e estabilidade dos dividendos como fatores mais importantes na determinação da política de dividendos;

Os autores identificaram, conforme esperado, que os fatores importantes nos EUA como continuidade e estabilidade nos dividendos também é válido na África do Sul, pois os investidores não são indiferentes aos dividendos e ganho de capital, exigindo assim uma política de dividendos ativa por parte da empresa.

2.7.12. Baker et al. (2003)

O principal objetivo de Baker, Powel e Veit. (2003) era determinar quais razões para recompra de ações eram consistentes com as principais explicações teóricas. O questionário sofreu um pré-teste com estudantes de MBA e docentes da área financeira. A versão final do questionário foi composta de três partes. Na primeira parte, foi solicitado aos executivos que indicassem o nível de importância para cada uma das 21 razões apresentadas para efetuar recompra de ações. Foi utilizada uma escala de 4 pontos (0= nenhuma até 3=alta).

A segunda parte buscou informações específicas sobre a mais recente recompra de ações da empresa. Na terceira parte foi solicitado aos executivos que indicassem seu nível de concordância com cinco afirmações sobre recompra de ações em uma escala de -2 (discordo fortemente) até +2 (concordo fortemente) tendo como ponto 0 a alternativa sem opinião.

Foram selecionadas 642 empresas americanas listadas na NYSE, ASE e Nasdaq que anunciaram novos programas de recompra entre janeiro de 1998 e setembro de 1999. O questionário foi enviado em janeiro de 2000, acompanhado de uma carta personalizada pedindo a participação na pesquisa e prometendo a confidencialidade das respostas. Retornaram 163 questionários válidos.

Foi enviada uma nova carta para os não respondentes em fevereiro, o que produziu mais 55 respostas válidas, totalizando 218 respondentes.

Quando perguntados se estavam envolvidos com a decisão de recomprar ações, 92,5% dos executivos responderam de forma positiva. Quando perguntados sobre qual cargo ocupavam, 47,7% declararam ser CFO, seguido por 12,1% de vice-presidente financeiro, 10,2% de vice-presidente e CFO e 9,8% vice-presidente e tesoureiro. Os autores trabalharam somente com as 194 respostas de executivos que se declararam envolvidos com o processo de recompra de ações.

Os autores aplicaram dois testes para verificar se a amostra sofria do viés dos não respondentes. O primeiro foi aplicar o teste qui-quadrado para verificar se há diferença significativa entre as respostas da primeira e segunda onda de questionários. A segunda foi a aplicação do teste t para verificar se a média de algumas características das empresas (ativos, vendas, endividamento, *dividend yield* e valor de mercado/ valor contábil) diferiam entre as empresas respondentes e não respondentes. Não foi encontrada nenhuma diferença significativa.

Os motivos classificados com importância moderada ou alta por pelo menos 70% dos executivos foram adicionar valor aos acionistas (97,4%) e adquirir ações a um preço vantajoso (77,3%). Do outro lado, foram 12 motivos classificados como pouco ou sem nenhuma importância por mais de 70% dos respondentes. Destaco quatro deles: substituir dividendos (83,7%), reduzir o total de dividendos pago, por reduzir o número de ações (93%), alterar a estrutura de propriedade da empresa (96,7) e utilizar as ações como estratégia de defesa de um *takeover* (98,4%).

Um ponto interessante a destacar é que enquanto 97,4% consideram a recompra de ações uma forma de adicionar valor aos acionistas, apenas 67% citam o aumento do valor das ações como um dos motivos para realizar recompra de ações.

Na segunda parte foram feitas 5 questões específicas sobre a última recompra efetuada pela empresa e os autores encontraram que o principal método utilizado pela empresa para recomprar ações é recompras no mercado (89,8%); a mais importante circunstância que levou a empresa a recomprar ações foi o baixo preço da ação (74,6%); a principal fonte de recursos utilizada para recomprar ações foi a disponibilidade de caixa (71,1%); somente em 37,5% dos casos a empresa completou a recompra de ações; o tempo necessário para completar a recompra mais citado foi 7-12 meses (29%).

Na terceira parte os executivos indicaram o grau de concordância com 5 afirmações e a única que obteve um alto grau de concordância ou discordância foi que o anúncio de recompra de ações normalmente eleva o preço das ações, afirmação esta com a qual 65,6% dos executivos concordaram.

2.7.13. Brav et al. (2004)

Brav et al. (2004) realizaram um levantamento e entrevistas com executivos financeiros para compreender como políticas de dividendos e recompras de ações são determinadas no século XXI. Foram tratadas questões apresentadas pela teoria como: função dos impostos, questões de agência, sinalização e ciclo de vida. Um diferencial deste trabalho e com grande importância para identificar os fatores determinantes da recompra de ações e da política de dividendos como um todo foi o fato que todas as perguntas foram feitas da mesma forma para pagamento de dividendos e recompra de ações.

Nos outros levantamentos analisados foi pesquisada a percepção dos executivos sobre dividendos ou recompra de ações isoladamente, não permitindo assim ter uma visão completa do processo de definição da política de dividendos da empresa.

A amostra trabalhada foi coletada em abril de 2002 e contém respostas de 384 executivos financeiros, sendo que 256 são oriundos de empresas listadas e 128 de empresas fechadas. A análise dos resultados ficou concentrada na amostra de executivos de empresas listadas e os demais executivos foram utilizados para comparar alguns aspectos identificados entre as empresas fechadas e abertas. Das 256 empresas abertas, 166 pagam dividendos, 167 recompram ações e 77 não distribuem lucros. Foram realizadas também 23 entrevistas para esclarecimentos de algumas questões.

Uma das evidências desta pesquisa indica que decisões de dividendos e investimentos são tomadas simultaneamente, o que revela um caráter não residual na política de dividendos, enquanto a decisão de recompra de ações é posterior, ou seja, tratada como residual. A maioria dos executivos discorda que as decisões de investimento são tomadas antes da decisão de dividendos, mas a maioria admite que a decisão de recompra de ações é posterior à escolha de investimentos.

Outros indicativos do papel residual da recompra de ações e não residual dos dividendos são: 65% dos executivos concordam que financiamento externo deve ser levantado antes de cortar dividendos e apenas 16% consideram essa alternativa antes de cortar a recompra de ações. Menos da metade dos respondentes afirmaram que boas oportunidades de investimentos é um importante fator na decisão de pagamento de dividendos, contra 80% dos executivos que consideram as oportunidades de investimento como um fator importante na definição da recompra de ações.

Também foi verificado que a maneira conservadora de tratar o pagamento de dividendos, identificada por Lintner (1956), persiste ainda após quase 50 anos. Quase a totalidade dos executivos evita reduzir dividendos (94%), acredita que há conseqüências negativas em reduzir dividendos (88%), afirma que manter uma consistência com a política de dividendos histórica é importante (84%), concorda que os dividendos recentes pagos influenciam os dividendos atuais (88%), aumenta parcialmente os dividendos em relação ao aumento do lucro (90%) e reluta em tomar decisões que precisarão ser revertidas no futuro (78%).

A decisão de recompra de ações não é conservadora como os dividendos. Somente 22,5% dos executivos acreditam que há conseqüências negativas em reduzir recompra de ações e apenas 22,1% disseram que é importante manter consistência com as recompras históricas.

A percepção da influência dos impostos também foi pesquisada e na época (2002) que os questionários foram respondidos os recebedores de dividendos eram taxados a uma alíquota máxima de 40%, enquanto o ganho de capital era tributado no máximo em 20%. Não foi identificada preocupação dos

gestores com a tributação tanto na definição de dividendos quanto na recompra de ações. A situação fiscal do investidor foi citada como importante por apenas 21,1% dos executivos na decisão de dividendos e por 29,1% dos gestores na decisão de recompra de ações. Quando a questão foi mais explícita e perguntava se a vantagem fiscal da recompra de ações influenciava a decisão de recompra o percentual de executivos que concordavam subiu para 41,8%.

Para 44,5% dos executivos pagar dividendos é um fator importante para atrair o investidor final, enquanto 52,5% acreditam que os dividendos atraem o investidor institucional, não existindo uma grande diferença entre ambos na visão dos executivos. Esta diferença é maior no caso da recompra de ações, 47,1% acham que a recompra de ações estimula o investidor institucional a comprar as ações de suas empresas, valor próximo aos dividendos, mas serve para atrair o investidor final na opinião de apenas 22,6%, praticamente metade do índice obtido pelos dividendos.

A maioria dos executivos não considera a distribuição de lucro como uma forma de disciplinar a gestão da empresa. Os executivos não consideram este um fator importante na definição dos dividendos (87%) e recompra de ações (80%). Nas entrevistas, os autores identificaram que os gestores concordam que a distribuição de lucros pode reduzir o excesso de caixa da empresa, mas não acham os dividendos uma melhor ferramenta para impor disciplina que a recompra de ações, mesmo que concordem que os dividendos são muito menos flexíveis.

Quase todos os executivos acreditam que a recompra de ações (85,4%) e o pagamento de dividendos (80%) transmitem informação aos acionistas. Em entrevista posterior ao levantamento, foi identificado que alguns executivos enxergam esta sinalização relacionada com a forma de distribuição de lucros futuros, enquanto outros consideram que a sinalização no primeiro momento esta relacionada com a redução da incerteza e num segundo momento com a distribuição de lucros.

Os executivos foram questionados se a política de dividendos é utilizada para suas firmas parecerem melhores que os concorrentes e 25% dos respondentes concordaram que os dividendos têm esse uso e 17% dos gestores consideram a recompra de ações com esta utilidade.

Foi perguntado também se a política de dividendos poderia sinalizar redução de custos, o que faria a empresa parecer melhor que os concorrentes, mas quase nenhum executivo concordou com esta sinalização. Somente 4,4% dos executivos concordaram com essa questão no pagamento de dividendos e na recompra de ações o percentual foi ainda menor, atingindo apenas 2,7% de concordância.

Em relação ao preço da ação, 86,4% dos executivos iniciam ou aceleram a recompra de ações quando consideram que o preço das ações de sua empresa está baixo, enquanto somente 34,8% dos gestores afirmam que o preço da ação afeta a política de dividendos.

Considerando apenas os executivos de empresas que não pagam dividendos, 77% responderam que possivelmente nunca iniciaram o pagamento de dividendos e entre os administradores de empresas que não recompram ações, 55,7% deles acreditam que nunca irão recomprar ações.

Os principais motivos que levariam os executivos de uma empresa que não distribui dividendos a considerar a possibilidade de pagar dividendos foram a influência dos investidores institucionais e um aumento sustentável dos dividendos, ambos considerados importantes por 57,7% dos respondentes.

Uma desvalorização no valor das ações é um motivo importante para 75,7% dos executivos de empresas que não recompram ações considerarem a possibilidade de recomprarem ações.

2.7.14. Chee e Hassan (2005)

Chee e Hassan (2005) consideram a política de dividendos um dos mais controversos enigmas das finanças corporativas. Os autores realizaram um levantamento com CFOs de empresas malaias listadas em bolsa com o objetivo de responder a questão “por que as empresas pagam dividendos?” pela incorporação das principais teorias sobre dividendos em um modelo de regressão linear.

Os questionários foram enviados por correio em agosto de 2003 para CFOs de 879 empresas listadas na Bolsa de Valores de Kuala Lumpur e retornaram 70 respostas válidas.

Preocupados com a possibilidade de enviesamento da amostra devido ao baixo percentual de retorno os autores aplicaram dois testes para determinar a aleatoriedade da amostra. Um deles foi o teste t para comparar se havia diferença significativa entre as respostas que chegaram nos 7 primeiros dias e as que chegaram nos 7 últimos dias. O outro foi o qui-quadrado para verificar se a proporção dos setores dos respondentes era semelhante à proporção encontrada na Bolsa de Valores de Kuala Lumpur. O teste t encontrou diferença significativa apenas em 5 das 56 afirmações apresentadas no levantamento e o teste qui-quadrado não encontrou diferença significativa entre a proporção dos setores das empresas respondentes e a existente na bolsa. Os resultados destes 2 testes sugerem a ausência de enviesamento amostral pelos não respondentes.

Os autores elaboraram algumas afirmações para identificar a concordância dos executivos com 6 hipóteses existentes na teoria para justificar o pagamento dos dividendos: teoria residual, teoria de agência, teoria do pássaro na mão, sinalização, efeito fiscal e efeito clientela. Os respondentes emitiam suas opiniões em uma escala de 5 pontos de -2 (discordo totalmente) até 2 (concordo totalmente) tendo o valor zero como neutro. Também foram feitas afirmações para determinar se os executivos consideravam a política de dividendos relevante para o valor da ação.

Os autores fizeram uma regressão múltipla tendo como variável dependente a relevância dos dividendos e as 6 hipóteses para justificar o pagamento como as variáveis independentes. A regressão sugere que somente o efeito fiscal e efeito clientela são significativos para determinar a relevância dos dividendos, sendo que o efeito fiscal tem uma relação positiva e o efeito clientela uma relação negativa.

Os autores também utilizaram o teste ANOVA para verificar se havia diferença de opiniões entre os executivos de empresas que pagam dividendos e os executivos de empresas que não pagam dividendos e não encontrou diferença significativa com relação às questões sobre teoria residual, pássaro na mão, efeito fiscal, efeito clientela e teoria de agência. Foi identificada diferença significativa para a relevância dos dividendos e sinalização.

2.7.15. Baker, Mukherjee e Paskelian (2006)

Baker, Mukherjee e Paskelian (2006) realizaram um levantamento com executivos de empresas norueguesas para identificar quais os principais fatores que influenciam a política de dividendos das empresas norueguesas que pagam dividendos e se esses fatores diferem dos encontrados nos EUA. Os autores estavam principalmente interessados em saber se os executivos noruegueses acreditam que a política de dividendos afeta o valor da empresa e se consideram a sinalização ou a preferência fiscal como explicações para o pagamento de dividendos.

O ambiente fiscal norueguês difere do americano e se assemelha com o brasileiro em que para o acionista é menor o custo fiscal ao receber dividendos do que ao obter ganho de capital. Desta forma os autores acreditam que este levantamento pode contribuir para um melhor desenvolvimento da teoria.

Os autores testaram as quatro hipóteses:

- i) Os principais fatores que influenciam a política de dividendos das empresas norueguesas está relacionado com os lucros e disponibilidade de recursos para o pagamento de dividendos.
- ii) A importância dos fatores que influenciam a política de dividendos são diferentes entre empresas americanas e norueguesas.
- iii) Os gestores noruegueses acreditam que a política de dividendos afeta o valor da empresa.
- iv) Os gestores noruegueses favorecem a sinalização à teoria da preferência fiscal como explicação para pagamento de dividendos.

A amostra utilizada pelos autores foi de 121 empresas norueguesas listadas na Bolsa de Valores de Oslo em 2004 que pagaram dividendos em 2003 e que a maioria dos membros do conselho fossem noruegueses.

O questionário utilizado no levantamento foi baseado no questionário desenvolvido por Baker e Powell (1999) com algumas modificações relevantes para o ambiente legal e econômico da Noruega e é composto por 3 partes: a parte 1 contém 22 fatores que influenciam a política de dividendos e os respondentes indicavam o nível de importância de cada fator para a determinação da política de dividendos em suas empresas. Foi utilizada uma escala de 4 pontos, sendo 0 = nenhuma, 1 = baixa, 2 = moderada e 3 = alta. A parte 2 é formada por 6 questões para coletar informações do respondente e de sua empresa. A parte 3 pede para o respondente declarar sua concordância com 26 afirmações, sendo utilizada uma escala de 5 pontos (-2 discordo fortemente até 2 concordo fortemente). Estas afirmações estão divididas em 5 áreas: preferência do investidor, processo de determinação do dividendo, política de dividendos e valor, dividendos e sinalização e dividendos e impostos. O questionário contém um código para identificação dos respondentes. Os questionários foram enviados entre abril e maio de 2004 e os autores receberam 33 respostas válidas.

Para testar a primeira hipótese os autores utilizaram o teste t para determinar se cada um dos 22 fatores que influenciam a política de dividendos é significamente diferente de 0 e de 1,5 (média teórica da escala de importância de 4 pontos). Ao comparar a média de cada fator a 1,5 identifica-se se o fator é relativamente mais ou menos importante que a média. Para testar a segunda hipótese foi utilizado o coeficiente de correlação de postos de Spearman e para a terceira e quarta hipóteses foi utilizado o teste t.

Para verificar se os resultados encontrados poderiam ser afetados pela tendência dos não respondentes os autores utilizaram o teste Wilcoxon para verificar se características (ativos totais, endividamento/ativo, valor de mercado e *payout*) da amostra de empresas que respondeu o

questionário são diferentes da população. Não foi identificada diferença significativa. Foi utilizado também o coeficiente de correlação de postos de Spearman para verificar se existe uma associação entre a divisão setorial da amostra e da população e foi encontrada uma associação significativa. Deste modo admite-se que a amostra não é enviesada pelos não respondentes.

Os autores ainda alertam para potenciais limitações o fato de terem pesquisado apenas empresas que pagaram dividendos no último ano e se limitaram a identificar como os executivos consideravam os fatores identificados como possíveis de influenciar a política de dividendos, mas não pesquisaram porque os respondentes consideravam os fatores relevantes ou não.

Os 5 principais fatores identificados, todos significativamente superiores à média teórica, com cerca de 70% a 91% dos respondentes que os consideram importantes foram respectivamente: atual nível de lucratividade, estabilidade dos lucros, grau de alavancagem, expectativa dos lucros futuros e disponibilidade de caixa. 4 dos cinco principais fatores estão relacionados com lucros e disponibilidades de recursos, sustentando assim, a primeira hipótese dos autores.

Dez dos demais dezessete fatores não apresentaram diferença significativa em relação à média teórica e os sete fatores restantes foram significativamente inferiores à média, sendo considerados nada ou pouco importante por cerca de 64% a 82% dos respondentes. Estes fatores são: projeções sobre o futuro da economia, desejo de estar no *payout* médio do setor, preocupação que uma mudança nos dividendos pode provocar uma falsa sinalização, restrições contratuais, preferência em pagar dividendos a assumir riscos de reinvestimentos, necessidades dos acionistas e desejo de estar em conformidade com o *payout* médio do mercado.

Para testar a segunda hipótese, a classificação dos fatores na Noruega foi comparada com a classificação de fatores nos EUA obtida por Baker e Powell (1999 e 2000) na NYSE e NASDAQ. Nos três mercados comparados, três fatores estão entre os cinco principais: lucros atuais, estabilidade do lucro e expectativa de lucros futuros, mas os outros 2 fatores dentre os 5 mais importantes na Noruega (grau de alavancagem e disponibilidade de caixa) não estão entre os mais importantes nos EUA. Os dividendos anteriores, fator mais importante nos para executivos de empresas com ações na NASDAQ e segundo fator mais importante entre os executivos com ações na NYSE é somente o décimo primeiro mais importante para os executivos noruegueses.

Outros fatores mais importantes para os americanos que para os noruegueses são: a preocupação com o efeito no valor da ação, preocupação com falsa sinalização e necessidades dos acionistas. Por outro

lado os noruegueses consideram os fatores legais mais importantes que os americanos. Apesar destas diferenças, o coeficiente de correlação de postos de Spearman não encontrou diferenças significativas entre os executivos dos 3 mercados, sendo que os gestores de empresas norueguesas ficaram mais próximos dos executivos de firmas listadas na NASDAQ do que de firmas listadas na NYSE. Assim sendo, os autores não encontraram suporte para a segunda hipótese.

Em relação à preferência dos investidores foi identificado que mais de 75% dos executivos concordam que o investidor prefere dividendos em dinheiro a dividendos em ações e que a empresa deve responder às preferências de dividendos dos seus acionistas. Interessante notar que apesar da maioria dos gestores concordar que devem atender as preferências dos seus acionistas, o fator necessidade dos acionistas apareceu como pouco importante na definição da política de dividendos.

A maioria dos executivos (51%) também concordou que os executivos majoritários têm preferências por dividendos diferentes dos minoritários, mas apesar de significativa a diferença não foi tão grande com nas outras duas afirmações.

Em relação ao processo de determinação dos dividendos, somente uma das seis afirmações apresentou diferença significativa entre as respostas. Quase 85% dos executivos concordaram que mudanças nos dividendos devem ser baseadas em alterações sustentadas pelos lucros.

Em relação aos dividendos e valor, cinco das seis afirmações apresentaram diferença significativa entre as respostas, mas a afirmação mais direta (mudanças nos dividendos afetam o valor da empresa) apesar de ter obtido a concordância da maioria dos participantes, não apresentou diferença significativa em relação às demais respostas. As duas afirmações que tiveram maior grau de concordância foram: a empresa deveria ter uma política de dividendos que maximizasse a riqueza dos acionistas e uma ótima política de dividendos deve balancear crescimento futuro e maximizar o preço da ação.

As demais afirmações apresentaram diferença significativa entre as respostas, mas o nível de concordância não foi tão alto como nas duas apresentadas anteriormente, sendo elas: dividendos maiores e mais estáveis não estão totalmente refletidos nos preços das ações porque o mercado não é totalmente eficiente, fatores macroeconômicos são mais importantes que os dividendos na determinação do preço da ação e o mercado valoriza mais dividendos estáveis do que *payouts* estáveis.

Quando comparado com os EUA, a relação entre dividendos e valor é muito mais fraca entre os executivos de empresas norueguesas do que entre os executivos de empresas americanas. Os autores

não encontraram suporte para a hipótese de que os gestores noruegueses acreditam que a política de dividendos afeta o valor da empresa.

Em relação à sinalização, as 6 afirmações apresentaram grau de concordância positivo e 5 delas apresentaram diferença significativa. Interessante destacar, que nenhuma das 6 afirmações teve uma única alternativa “discordo fortemente” escolhida por algum dos respondentes. As afirmações com diferenças significativas por ordem de maior apoio foram:

- i) A empresa deve informar adequadamente sobre as razões nas mudanças dos dividendos;
- ii) Investidores geralmente reconhecem mudanças nos dividendos como um sinal da perspectiva futura;
- iii) Aumentos de dividendos são ambíguos porque podem sugerir crescimento futuro ou falta de oportunidade de investimentos;
- iv) O preço da ação geralmente sobe quando há um aumento inesperado no dividendo da empresa;
- v) O preço da ação geralmente caiu quando há uma redução inesperada no dividendo da empresa.

As duas afirmações envolvendo a preferência fiscal não apresentaram diferença significativa, portanto não são tão relevantes quanto a sinalização na determinação da política de dividendos, suportando assim a quarta hipótese de que os executivos noruegueses favorecem a sinalização à teoria da preferência fiscal como explicação para pagamento de dividendos.

2.7.16. Baker et al. (2007)

Baker et al. (2007) realizaram um levantamento com executivos de empresas listadas na Toronto Stock Exchange (TSX) e que pagam dividendos. Os autores consideram que o mercado de capital canadense apresenta um importante caso para o estudo sobre dividendos, pois é um mercado desenvolvido como o americano, mas com alta concentração do controle acionário das empresas.

O estudo foi direcionado para responder cinco principais questões de pesquisa:

- i) Quais são os mais importantes fatores que influenciam a política de dividendos de empresas que distribuem dividendos listadas na TSX?
- ii) A importância dos fatores de influência sobre a política de dividendos das empresas canadenses diferem das empresas americanas?
- iii) Qual a percepção dos gestores das empresas listadas na TSX sobre os padrões e processo dos dividendos, política de dividendos e valor da empresa e política de dividendos residual?
- iv) Qual a concordância dos gestores canadenses com as várias explicações para o pagamento de dividendos?

v) Há diferenças entre características das firmas canadenses que pagam e não pagam dividendos?

Para a pesquisa foram selecionadas 291 empresas listadas na TSX que pagaram pelo menos uma vez dividendos entre junho de 2001 e junho de 2004 e que os autores puderam identificar o nome e endereço do CFO.

O questionário foi baseado no utilizado por Baker e Powell (2000) e Baker et al. (2001) por ser um instrumento já testado e para facilitar a comparação da percepção sobre dividendos entre executivos canadenses e executivos de empresas listadas na Nasdaq e NYSE.

O questionário foi dividido em três partes: a primeira era composta de 22 fatores determinantes na definição da política de dividendos. Os respondentes deviam indicar a importância de cada fator em suas empresas em uma escala de 4 pontos de 0 (nenhuma) até 3 (alta).

Na segunda parte havia 27 afirmações e o respondente deveria indicar seu nível de concordância com cada uma delas em uma escala de 5 pontos de -2 (discordo totalmente) até +2 (concordo fortemente), tendo o valor 0 como sem opinião. Na terceira parte havia 6 questões sobre características da empresa e respondente.

O questionário foi endereçado ao CFO junto com uma carta a qual informava os potenciais respondentes que nenhum dado seria tratado individualmente e que nenhuma informação da empresa seria divulgada. Também foi solicitado ao receptor da carta que encaminhasse o questionário para alguém envolvido na definição da política de dividendos caso o mesmo não estivesse.

A primeira onda de questionários foi enviada em março de 2005 e retornaram 82 respostas válidas. Um novo questionário foi enviado para os não respondentes em abril de 2005 e retornaram 21 respostas válidas, totalizando 103 no total.

A maioria dos respondentes se declarou como CFO (60,2%) seguido de vice-presidente financeiro (22,3%), sendo que 94,2% dos respondentes declaram estar ativamente envolvidos na determinação da política de dividendos da empresa.

A pessoa mais influente na determinação da política de dividendos da empresa é o CEO para 55,4% dos respondentes, enquanto 41,8% consideram o CFO. A política de dividendos da empresa é revisada

anualmente em 53,4% das empresas respondentes e semestralmente em 33% delas. Apenas 46,7% dos respondentes declararam que suas empresas possuem um *payout* alvo explícito.

Para verificar se a amostra não tinha viés dos não respondentes, os autores utilizaram dois testes. E um deles foi comparada a média de características (ativos totais, valor de mercado, vendas, *payout*, *dividend yield*, concentração de propriedade, valor de mercado / PL e número de empregados) das 103 empresas respondentes com as 188 não respondentes e não foi encontrada diferença significativa.

Outro teste foi comparar as respostas das 82 empresas que responderam na primeira oportunidade com as respostas das 21 empresas que responderam na segunda onda de questionários para as 27 afirmações da segunda parte do questionário. Somente a afirmação “aumento nos dividendos é ambíguo, pois pode tanto sugerir crescimento futuro, como falta de oportunidade de investimento” apresentou diferença significativa entre os grupos.

Os autores utilizaram o teste t para verificar se a importância de cada um dos 22 fatores diferia de 0 (nenhuma importância) e 18 deles foram significativamente diferentes de zero. Como todos os fatores incluídos no questionário têm uma importância teórica, era esperado que os executivos indicassem alguma importância para os fatores.

Quatro destes fatores foram considerados de importância moderada ou alta por mais de 80% dos executivos canadenses. Estes mesmos fatores também foram os quatro mais importantes para os executivos de empresas listadas na Nasdaq e três deles estavam entre os quatro mais importantes fatores para executivos de empresas listadas na NYSE. O coeficiente de correlação de postos de Spearman foi significativo a 99% para as comparações da ordem dos fatores da TSX-NYSE e TSX-Nasdaq, resultando em um r^2 de 0,8749 para a primeira e 0,8351 para a segunda.

Os quatro fatores determinantes da política de dividendos mais importantes para os executivos canadenses foram: expectativa de lucro futuro (93,2%); estabilidade dos lucros (88,3%); dividendos anteriores (90,2%) e lucros atuais (81,5%).

Somente o fator “características dos acionistas, tais como: faixa de tributação dos atuais acionistas” foi considerado sem importância por mais de 80% dos respondentes.

Os executivos apresentaram nível de concordância diferente de zero em 16 das 27 afirmações, sendo que as 13 abaixo tiveram a concordância de mais de 80% dos respondentes.

- i) a empresa deve evitar aumentar os dividendos se for esperada uma reversão da decisão (93,1%);
- ii) a firma deve manter uma série ininterrupta de pagamento de dividendos (95,2%);
- iii) a empresa deveria mudar os dividendos baseada em uma alteração sustentável dos lucros (90,3%);
- iv) o mercado valoriza mais o dividendo estável ao *payout* estável (83,5%);
- v) os dividendos normalmente seguem um caminho mais suave que os lucros (91,2%);
- vi) as mudanças nos dividendos geralmente estão defasadas em relação aos lucros (76,2%);
- vii) as decisões de financiamento, investimento e dividendos geralmente estão relacionadas (88%);
- viii) a política de dividendos ótima é um ponto de equilíbrio entre dividendos atuais e crescimento futuro que maximiza o preço da ação (84,5%);
- ix) a empresa deve formular uma política de dividendos que maximize a riqueza dos acionistas (83,5%);
- x) uma mudança nos dividendos altera o valor da empresa (86,3%);
- xi) o preço da ação geralmente cai quando a empresa reduz inesperadamente os dividendos (82,5%);
- xii) a empresa deve divulgar adequadamente aos investidores as razões de alterações nos dividendos (89,2%);
- xiii) os investidores geralmente consideram mudanças nos dividendos como um sinal da perspectiva futura da empresa (88,2%);

Nenhuma afirmação teve discordância significativa e somente “o pagamento de dividendos força a empresa a buscar financiamento externo” indicada como discordo ou discordo totalmente por 54,4% de respondentes não foi aceita por mais de 50% dos executivos.

Aparentemente a alta concentração de propriedade em posse da administração da empresa não influencia a crença dos executivos sobre a política de dividendos. Este estudo identificou que a percepção dos executivos canadenses sobre dividendos é semelhante à identificada por Lintner (1956) nos EUA.

2.7.17. Resumo dos levantamentos

Lintner (1956) questionou diretamente executivos sobre suas motivações ao determinarem a política de dividendos de suas empresas. Desde então, levantamentos com gestores, com objetivo de identificar as crenças dos executivos sobre dividendos e principais fatores que influenciam suas decisões sobre

distribuição de lucros, foram feitos nos EUA, Europa, África, Ásia e Oceania, o que permitiu uma maior compreensão de como é definida esta importante decisão. Todavia, não foi encontrado no Brasil, ou mesmo na América do Sul um trabalho com este objetivo.

Um resumo dos principais achados nos levantamentos encontrados é apresentado nos quadros 2, 3 e 4. Os quadros 2 e 3 estão divididos em seis partes: relevância dos dividendos, achados de Lintner, preferência dos investidores, questão fiscal, sinalização e problemas de agência, sendo que o quadro dois apresenta os estudos realizados nos EUA e o quadro 3 os estudos em demais países. O quadro 4 apresenta achados em relação à recompra de ações.

Uma questão comum a todos os levantamentos é se os executivos consideram os dividendos relevantes para o valor da empresa e conforme apresentado nos quadros 2 e 3, a maioria dos gestores em todos os levantamentos realizados acreditam que os dividendos são relevantes.

Achados de Lintner

De modo geral, os achados de Lintner (1956) são verdadeiros até hoje, não só nos EUA, mas também em outros países com diferenças importantes em relação a concentração, propriedade, tributação e outras que poderiam influenciar a percepção dos executivos. Os gestores evitam mudanças nos dividendos em todos os países pesquisados, acreditam que os investidores preferem uma política de dividendos estáveis e acham que os acionistas gostam de receber dividendos.

A principal mudança em relação aos achados de Lintner é a independência entre dividendos e investimentos, que não é válida mais atualmente. Esta independência foi constatada na Austrália e nos EUA até a década de 1980, mas nos trabalhos mais recentes, conforme apresentado nos quadros 2 e 3, os executivos não consideram mais de forma independente a distribuição de lucros e investimentos. Esta relação apontada pelos gestores entre dividendos e investimentos é coerente com o argumento de Grullon et al. (2002) que os dividendos aumentam com a redução das oportunidades de bons investimentos.

	Lintner (1956)	Baker, Farrelly e Edelman (1985)	Pruitt e Gitman (1991)	Baker e Powell (2000)	Baker et al. (2001)	Brav, Graham, Harvey e Michaely (2004)
País	EUA	EUA	EUA	EUA	EUA	EUA
Relevância dos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Achados de Lintner						
Evitam mudanças nos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Acreditam que investidores preferem uma política de dividendos estáveis	sim			sim		
A empresa deve ter um payout alvo	sim	sim		sim		
Investidores gostam de receber dividendos	sim					
Atual nível de lucratividade é relevante para a determinação dos dividendos	sim		sim		sim	
Dividendos e investimentos são independentes	sim	neutro	sim	não		neutro
Preferências dos investidores						
A empresa de se esforçar para manter uma série ininterrupta de dividendos		sim		sim		
Investidores são indiferentes ao retorno em dividendos e ganho de capital.		não		neutro		
A empresa deve atender as preferências dos acionistas		neutro		sim		
Questão fiscal						
Investidor busca empresas que tenham uma política de dividendos apropriada a sua situação fiscal.		neutro/sim		neutro		
Legislação fiscal é importante para determinação da política de dividendos						não
Sinalização						
Dividendos sinalizam resultado futuro		neutro/sim		sim		sim
Aumentos de dividendos são ambíguos, pois podem sugerir aumento nos lucros ou falta de investimentos.				sim/não		
Agência						
Reduzir excesso de liquidez				sim		não
disciplinar gestores				não		não

Quadro 2: Principais achados em levantamentos com executivos nos EUA sobre dividendos

	Partington (1985)	Partington (1989)	Frankfurter, Kosedag, Schmidt e Topalov (2002)	Seneque e Gourley (2002)	Chee e Hassan (2005)	Baker, Mukherjee e Paskelian (2006)	Baker et al. (2007)
País	Austrália	Austrália	Alemanha	África do Sul	Malásia	Noruega	Canadá
Relevância dos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Achados de Lintner							
Evitam mudanças nos dividendos		sim	sim	sim		sim	sim
Acreditam que investidores preferem uma política de dividendos estáveis				sim		sim	sim
A empresa deve ter um payout alvo						neutro	neutro
Investidores gostam de receber dividendos			sim		sim		
Atual nível de lucratividade é relevante para a determinação dos dividendos		sim					sim
Dividendos e investimentos são independentes	sim				não	neutro	não
Preferências dos investidores							
A empresa de se esforçar para manter uma série ininterrupta de dividendos			sim	sim		sim	sim
Investidores são indiferentes ao retorno em dividendos e ganho de capital.			não	não	não		
A empresa deve atender as preferências dos acionistas	sim		sim			sim	neutro
Questão fiscal					sim		
Investidor busca empresas que tenham uma política de dividendos apropriada a sua situação fiscal.					sim	neutro	neutro
Legislação fiscal é importante para determinação da política de dividendos			sim e não				
Sinalização							
Dividendos sinalizam resultado futuro	sim		sim		sim	sim	sim
Aumentos de dividendos são ambíguos, pois podem sugerir aumento nos lucros ou falta de investimentos.			não		não	sim	neutro
Agência							
Reduzir excesso de liquidez	não				neutro/sim		
disciplinar gestores					neutro/sim		neutro

Quadro 3: Principais achados em levantamentos com executivos fora dos EUA sobre dividendos

Preferência dos investidores

A percepção das expectativas dos acionistas pelos executivos está homogênea e as preferências dos investidores parecem responder o enigma do pagamento dos dividendos nos EUA, pois os executivos acreditam que faz diferença para os acionistas receber dividendos ou obter ganho de capital, que os

acionistas gostam de dividendos e desejam que a empresa se esforce para manter uma série ininterrupta de dividendos. Além disso, os gestores consideram importante atender o desejo dos investidores. Os executivos dos outros países possuem as mesmas crenças em relação os investidores. Este posicionamento dos gestores está de acordo com a *Catering Theory* de Backer e Wurgler (2004) em que sua essência considera que os gestores distribuem dividendos de acordo com o desejo dos investidores.

Questão fiscal

A questão fiscal não percepção dos executivos não é importante para os investidores. A única exceção é na Malásia, onde o investidor ao receber dividendos também recebe um crédito fiscal de 28% relativo ao imposto pago pela empresa. O investidor é tributado de acordo varia de 0 a 28% de acordo com sua faixa de tributação, desta forma, ao receber dividendos na Malásia, o investidor pode reduzir sua tributação, por isso a questão fiscal é mais relevante lá.

Sinalização

O efeito sinalizador dos dividendos apresentou diferenças entre gestores de diferentes países, apesar de, quando pesquisado, todos os levantamentos identificaram que os executivos acreditam que os dividendos sinalizam resultados futuros.

Na Alemanha e na Malásia, os gestores não consideram que a sinalização dos dividendos pode ser ambígua, ou seja, indicar falta de bons projetos de investimentos. Nos EUA, Baker e Powell (2000) não encontraram consenso entre os pesquisados nesta questão, parte dos executivos consideram a sinalização ambígua e parte não. Aparentemente há uma contradição, pois se os gestores consideram os dividendos relacionados com investimentos, o aumento nos dividendos deveria realmente sinalizar uma redução nos investimentos.

Na Noruega, onde pagar dividendos é uma vantagem fiscal, a maioria dos executivos acredita que o pagamento de dividendos pode sinalizar falta de oportunidades de investimentos, o que também parece contraditório, pois os dividendos representam uma economia fiscal e deveriam independente dos investimentos.

Conflito de agência

Os dividendos como forma de reduzir os conflitos de agência não foi muito explorado nos levantamentos encontrados. Os resultados obtidos indicam que os executivos consideram os

dividendos como uma forma de reduzir o excesso de caixa das empresas, mas não acreditam que essa é uma forma de discipliná-los.

Esta é uma questão que precisa ser melhor explorada no Brasil, pois há indícios (Procianoy, 1994 e 1996; Saito, 2001; Valadares e Leal, 2000) de que o conflito de agência entre acionista controlador e minoritário é relevante para a política de dividendos, não como uma forma de reduzir os custos de agência, mas de provocar uma política de dividendos inadequada para os detentores da maioria do capital da empresa.

Estes levantamentos são importantes e ajudam a melhor compreensão de quais fatores são importantes na determinação da política de dividendos das empresas. O trabalho de Lintner, pioneiro no assunto ainda é uma importante referência para os estudos sobre dividendos em todo o mundo.

Recompra de ações

A recompra de ações é considerada pelos executivos nos EUA como uma forma de investimento, quando estes acreditam que as ações estão depreciadas pelo mercado. Não foi identificada nenhuma pesquisa com gestores de empresas sobre suas percepções em relação à recompra de ações fora dos EUA.

	Baker et al. (1981)	Wansley et al. (1989)	Baker et al. (2003)	Brav, Graham, Harvey e Michaely (2004)
País	EUA	EUA	EUA	EUA
Bom investimento quando as ações estão com preços depreciados	sim	sim	sim	sim
remover bloco de ações do mercado	sim	não	não	
fornecer programa de opções de compra para funcionários	sim		não	
substituir dividendos	não	não	não	
disciplinar gestores				não
reduzir excesso de liquidez				sim
estratégia de fusão e aquisição				sim
sinaliza informação ao mercado		sim	neutro	sim
há consequência negativa em reduzir recompra de ações				não
recompra de ações e investimentos são independentes				não
distribuir caixa de maneira fiscal eficiente			não	

Quadro 4: Principais achados em levantamentos com executivos fora dos EUA sobre recompra de ações.

Outro aspecto que ficou claro nos levantamentos realizados é que os gestores não consideram a recompra de ações como um substituto aos dividendos. Os gestores acreditam que a recompra de ações emite sinais ao mercado e Brav et al. (2004) identificaram que os executivos acreditam que a redução da recompra de ações não tem conseqüências negativas.

3. Método

Este estudo foi realizado através de pesquisa com os executivos financeiros das empresas com ações listadas na Bovespa. Perguntou-se diretamente aos CFOs o que eles pensam e fazem em relação à distribuição de lucros aos acionistas. Foi elaborado um questionário exclusivamente para este fim. O ambiente legal brasileiro apresenta diversas peculiaridades próprias, tais como: obrigação de pagamento de dividendo mínimo e juros sobre capital próprio; portanto, a tradução de um instrumento de pesquisa utilizado em outro país não atenderia completamente ao objetivo desta pesquisa.

Em levantamento com editores de revistas de finanças, Baker e Mukherjee (2007) identificaram que a principal fraqueza em pesquisas com executivos em finanças é a difícil generalização dos resultados. A amostra obtida nesses trabalhos é uma amostra por conveniência e não probabilística, o que pode ocasionar um viés em conseqüência dos não respondentes. Para eliminar esse viés e proporcionar uma generalização dos dados foi buscado obter o maior número possível de respostas válidas. Para atingir esse objetivo o questionário utilizado tem quatro características descritas a seguir: disponibilidade, eficiência, identificação e confidencialidade.

- Disponibilidade - o questionário ficou disponível para o respondente em uma página na Internet. Em um levantamento realizado por Benetti, Terra e Décourt (2007) com CFOs brasileiros, ficou identificada a preferência pelo uso da Internet para responder o questionário, sendo pois 83% de respostas foram mediadas por essa alternativa. Também foi possível o envio das respostas por e-mail, fax e correio, pois apesar de pouco utilizadas, há respondentes que poderiam preferir essas outras formas de envio; além disso, para aumentar o número de respostas válidas, tentou-se ao máximo eliminar potenciais dificuldades dos respondentes.
- Eficiência - segundo Malhotra (2004), questionários muito grandes têm uma baixa taxa de retorno. Assim, de forma a evitar a ampliação demasiada do questionário, com perguntas relativas a características das empresas, os respondentes foram identificados e dados das empresas foram coletados no banco de dados da Economática. Outra vantagem em identificar o respondente foi a possibilidade de reenviar o questionário somente para os executivos que não

responderam na primeira oportunidade. O instrumento de pesquisa utilizado teve o menor tamanho possível, sem prejudicar o objetivo da pesquisa. Todos os aspectos pesquisados foram tratados em pelo menos duas questões para confirmar o fato ou identificar possíveis contradições.

- Identificação - a possibilidade de identificar o respondente pode causar um desconforto ao executivo e reduzir o número de respostas válidas, desta forma foi demonstrado de forma muito clara o compromisso de que todas as respostas seriam tratadas de forma conjunta e que nenhum questionário seria examinado de forma individual. Em todas as alternativas de instrumento de pesquisa (página WEB, papel, email), estava escrito de forma destacada, antes do início das questões, que nenhuma informação seria disponibilizada de forma individual. Além disso, a identificação da empresa respondente não foi feita de maneira explícita, mas através de um código inserido na programação do questionário para a Internet, ou em código impresso nos questionários enviados por outros meios.
- Confidencialidade - foi dada a garantia de tratamento confidencial dos dados através da carta convite de participação na pesquisa. A garantia de confidencialidade dos dados foi igualmente destacada nas outras modalidades de questionários.

Outro ponto identificado por Baker e Mukherjee (2007) como deficiência das pesquisas com executivos em finanças é o viés dos não respondentes, pois a amostra trabalhada não será uma amostra probabilística, mas uma amostra por conveniência.

Para assegurar a aleatoriedade da amostra foram realizados dois testes, um comparando características dos respondentes com não respondentes e outro comparando respostas de executivos que responderam no primeiro convite com as respostas dos executivos que responderam após o segundo convite.

Foram comparadas as médias de características (controle, estrutura de capital, tamanho, nível de governança corporativa, setor de atuação, lucratividade, oportunidades de crescimento, principal tipo de investidor, participação dos minoritários no conselho e preocupação com os investidores) do grupo de empresas respondentes com o grupo de empresas não respondente. O Teste t foi utilizado para verificar se há diferença significativa entre os respondentes e não respondentes e também para comparar as respostas fornecidas após o primeiro convite com as respostas obtidas após o segundo convite.

Também foi perguntado aos não respondentes as razões para não terem participado da pesquisa. Mukherjee e Hingorano (1999) realizaram este procedimento e identificaram que a principal razão para

a não devolução dos questionários é a falta de tempo dos executivos pesquisados, constatação essa, que reduz a possibilidade do viés dos não respondentes.

3.1. Instrumento de pesquisa

O instrumento de pesquisa é parte fundamental deste trabalho. Como destacado anteriormente, ele precisa ser eficiente, ou seja, completo para atender seu objetivo e não pode ser extenso e exaustivo, desestimulando assim a participação dos respondentes.

A construção do instrumento de pesquisa foi composta de cinco etapas: elaboração de questionário preliminar, entrevistas semi-estruturada com executivos, observação em profundidade do processo decisório sobre dividendos em uma grande empresa listada com política de dividendos bem definida, elaboração de proposta final do questionário e validação do instrumento de pesquisa. Essas cinco etapas são importantes para que o instrumento de pesquisa atenda ao objetivo de identificar o processo decisório da definição da política de dividendos.

A primeira etapa foi a elaboração de um questionário preliminar, baseado nos fatores importantes na determinação de dividendos apresentados pela teoria. Os objetivos dessa etapa foram proporcionar um roteiro de questões importantes a serem abordadas nas entrevistas com executivos e formular questões que respondam algumas dúvidas que existam na teoria.

A segunda etapa foi a realização de uma entrevista semi-estruturada com executivos de três empresas listadas na Bovespa, tendo como base o questionário formulado na primeira etapa. O objetivo dessas entrevistas foi identificar questões importantes na determinação da política de dividendos, ainda não conhecidas pela teoria. Pontos importantes identificados nessas entrevistas são quem são os responsáveis pela decisão de dividendos e qual o conhecimento do executivo sobre o processo. Esta questão foi importante para a definição de quem receberia os questionários elaborados para esta pesquisa.

Foram escolhidas três empresas com diferentes perfis, a fim de identificar o maior número de aspectos importantes no processo decisório de distribuição de lucros. Uma das empresas estava listada no nível 1 de governança corporativa, outra no nível 2 e outra no novo mercado. Duas empresas tinham suas ações compondo o IBOVESPA e outra não fazia parte do IbrX proporcionando também o conhecimento do processo decisório de empresas com pouca negociação na bolsa. Uma empresa era do setor elétrico, que proporciona um fluxo de capital estável; outra era do setor petroquímico, que

exige um alto grau de investimento; e a terceira é do setor de equipamentos sem grandes necessidades de investimentos, mas com oportunidade de crescimento e com fluxo de caixa mais volátil.

As entrevistas permitiram o conhecimento de outros fatores determinantes para a definição da política de dividendos das empresas, os quais não seriam abordados em um levantamento realizado com um instrumento de pesquisa construído apenas com base na teoria.

Para atingir o objetivo, permitiu-se que o executivo relatasse sua experiência com a maior liberdade possível; o entrevistador, autor desta pesquisa, somente atuou com o objetivo de estimular e aprofundar o conteúdo da entrevista e identificar os aspectos relevantes no processo de decisão sobre a distribuição de lucros.

Na terceira etapa, o autor deste trabalho observou de perto o processo decisório de definição de distribuição de lucros de uma empresa com política de dividendos bem definida e tradição no pagamento de dividendos. Essa é uma grande empresa brasileira que aderiu ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa, suas ações compõem o Ibovespa, apresenta uma alta geração de caixa, mas também tem um histórico de realizar elevados investimentos.

O autor teve a oportunidade de acompanhar a reunião do conselho de administração que aprovou a sugestão de dividendos proposta pelos executivos da empresa e a AGO que aprovou a decisão do conselho de administração. Além disso, o autor conversou com acionistas minoritários da empresa sobre dividendos e acompanhou discussão dos mesmos sobre a distribuição de dividendos, conversas entre acionistas minoritários e CEO, CFO e departamento de relações com investidores da empresa sobre dividendos e troca de correspondência entre acionistas minoritários e executivos da empresa, também tratando sobre dividendos.

Por fim, o autor conversou com executivos (CFO e diretor contábil) da empresa sobre as reivindicações dos minoritários e sobre a posição da administração nessa questão, possibilitando o entendimento das questões analisadas e pontos mais importantes para a definição da distribuição de dividendos da empresa.

Na quarta etapa foi construída a proposta final de questionário, baseado na versão preliminar criada na primeira etapa na qual foram agregados todos os aspectos relevantes identificados nas etapas dois e três. Foi feito um grande esforço para tornar o questionário claro, completo e para que não se tornasse cansativo.

A quinta etapa foi a validação do instrumento. Balbinotti, Benetti e Terra (2007) consideram que a validação do instrumento de pesquisa deve abranger três critérios: clareza de linguagem, relevância prática e dimensão teórica.

Com o objetivo de atender os três critérios propostos por Balbinotti, Benetti e Terra (2007), o instrumento de pesquisa foi apresentado a dois doutores com amplo conhecimento teórico sobre dividendos e grande histórico de pesquisa e publicação, dois doutores da área de sociologia e marketing, com muita experiência em elaboração de questionários, mas pouco conhecimento sobre dividendos, dois profissionais de mercado acionário, com grande experiência prática sobre dividendos; o instrumento de pesquisa também passou por um pré-teste com 17 alunos de MBA em Finanças Corporativas e foi aplicado pessoalmente pelo autor ao diretor financeiro de uma grande empresa sem perspectiva de crescimento, com grande geração de caixa, e portanto, considerada boa pagadora de dividendos. Essa empresa não era listada em nenhum nível de governança corporativa da Bovespa, mas suas ações compõem o Ibovespa.

Todas as contribuições obtidas nessa quinta etapa foram incorporadas ao questionário, concluindo-se assim o instrumento de pesquisa utilizado neste trabalho.

As questões foram apresentadas de forma aleatória para evitar algum possível viés em consequência da ordem das mesmas. Apenas as questões 1 e 21 foram apresentadas no início e no final do questionário respectivamente. A questão 1 “Na sua opinião, quais alternativas abaixo são formas da empresa remunerar os acionistas?” teve como objetivo lembrar o respondente todas as possíveis formas de remunerar os acionistas e permitir que ele respondesse o questionário com todas essas alternativas em mente.

A questão 21 “Quais das opções abaixo são relevantes no patrimônio dos executivos da empresa?”, por ter um aspecto pessoal poderia provocar uma desistência do respondente e reduzir o número de respostas válidas, portanto, deixada para o final.

O questionário completo é apresentado em anexo nesta tese.

3.2. Aspectos abordados no questionário

O questionário teve como objetivo permitir a identificação dos seguintes tópicos relativos ao processo decisório de distribuição de lucros:

- i) quais mecanismos são considerados como forma de distribuir lucro aos acionistas;
- ii) qual a relação entre a política de dividendos e o valor da empresa;
- iii) qual a importância dos impostos na determinação da política de dividendos;
- iv) qual a relação entre a política de dividendos e sinalização ao mercado;
- v) qual a importância da política de dividendos na redução dos custos de agência;
- vi) qual a influência do ciclo de vida na política de dividendos;
- vii) qual a influência de aspectos comportamentais na política de dividendos;
- viii) qual a importância de cada fator identificado na definição da política de dividendos;
- ix) quem são os responsáveis pela decisão de distribuição de lucros;
- x) qual a influência de características da empresa na percepção dos gestores sobre política de dividendos.

3.2.1. Formas de distribuição de lucro aos acionistas da empresa

O questionário teve início com uma pergunta direta sobre quais são as maneiras de a empresa remunerar os acionistas. O respondente escolheu quais alternativas (dividendos, JSCP, recompra de ações, bonificação, *split*/desdobramento, valorização do preço da ação e outras) ele considera como distribuição de lucro. Nas demais questões em que era solicitada ao respondente a identificação do mecanismo de distribuição mais adequado para determinado objetivo, estavam disponíveis somente as alternativas que o próprio respondente havia citado nessa questão.

As alternativas apresentadas no questionário são todas as alternativas de distribuição de lucro citadas durante as entrevistas já ocorridas, mesmo que alguma delas não corresponda à opinião do autor e à da maioria dos profissionais que colaboraram com o questionário, relativamente a se configurar como uma alternativa de distribuição de lucro.

Ainda foram feitas as perguntas abaixo sobre as distribuições de lucros realizadas pela empresa.

“Quão freqüentemente sua empresa se utilizou de cada uma das alternativas abaixo de distribuição de lucro aos seus acionistas nos últimos 3 anos”?

“Tendo como base o valor total de lucro distribuído aos acionistas de sua empresa nos últimos 3 anos, quanto, percentualmente, representou cada uma das alternativas abaixo”?

“Qual é a periodicidade de distribuição de lucro aos acionistas realizada pela sua empresa”?

“A Lei 6404/76 estabelece o direito dos acionistas ao recebimento, a título de dividendo obrigatório, em cada exercício social, da quantia de lucros determinada em seu estatuto social respeitando o mínimo de 25% do lucro líquido ajustado, ou no mínimo 50% do lucro líquido ajustado se o estatuto for omissivo. Na sua empresa, qual é a forma de distribuição preferencial dos dividendos obrigatórios”?

Além das questões, foi solicitado ao respondente que ele determinasse seu grau de concordância com a afirmação abaixo:

“Na sua empresa, a recompra de ações é tratada como uma decisão de investimento e não como distribuição de lucro”.

3.2.2. Valor e a política de dividendos

Miller e Modigliani (1961) consideravam os dividendos irrelevantes, contrariamente à então idéia vigente de que os dividendos eram extremamente relevantes (Graham e Dodd, 1934; Gordon, 1959). Ainda hoje, não há um consenso teórico sobre a questão, embora os dividendos sejam relevantes segundo executivos entrevistados em levantamentos realizados em diferentes épocas e países.

Assim, tendo por perspectiva que esse ponto de vista tem se mantido ao longo do tempo, é provável que a maioria dos executivos no Brasil também considere os dividendos relevantes. O alto crescimento dos dividendos nos últimos anos, como constatado por Carnier (2005) e Gamez (2006), é um indício da importância dos dividendos na opinião dos executivos de empresas brasileiras listadas na Bovespa.

Durante as entrevistas para a elaboração do instrumento ficou evidente que os executivos consideram a política de dividendos relevante para o valor da ação, mas houve divergência quanto a haver uma relação positiva ou negativa entre distribuição de lucro e preço da ação.

Essa questão também foi tratada de forma direta com a seguinte pergunta: “Na sua opinião, a política de dividendos afeta o valor das ações da sua empresa”? Caso a resposta tenha sido afirmativa, foi solicitado que o respondente indicasse quais as duas alternativas de distribuição de lucro que são mais eficazes como forma de valorizar as ações da sua empresa.

A questão também foi abordada de forma indireta. Foi perguntada a opinião dos respondentes sobre o efeito no valor das ações da empresa no curto e longo prazo em consequência da divulgação de pagamento de dividendos maiores ou menores ao esperado pelo mercado.

Essas questões são importantes para identificar se na percepção dos executivos a relação entre a política de dividendos e valor é uma relação de longo prazo ou se causa apenas um valor ilusório no curto prazo, além de permitirem identificar se o executivo tem como objetivo o curto ou longo prazo.

Também para verificar a relevância da criação de valor através da distribuição de dividendos foi solicitado ao respondente que indicasse seu grau de concordância com as afirmações abaixo:

“A política de dividendos da sua empresa é um instrumento de criação de valor ao acionista”.

“O efeito da política de dividendos no valor de sua empresa é maior no curto prazo do que no longo prazo”.

3.2.3. Impostos e a política de dividendos

Brennan (1970) e Farrar e Selwyn (1967) demonstram que as diferenças entre a tributação do ganho de capital e o pagamento de dividendos tornam a política de dividendos relevante, pois dependendo de como se distribui lucro aos acionistas pode resultar em uma maior ou menor quantia após os impostos.

Black (1976) considerou o pagamento de dividendos um enigma, porque nos EUA é mais vantajoso em termos fiscais para os acionistas receber sua parcela do lucro através de recompra de ações. No Brasil, onde o recebimento de dividendos não é tributado, mas o ganho de capital sim, Procianny (2006) questiona por que as empresas recompram ações e por que o *payout* não é maior do que o efetivamente praticado.

Nos levantamentos sobre dividendos realizados em outros países, foi identificado que a questão tributária não é relevante para a maioria dos executivos. Espera-se também encontrar uma maior preocupação dos executivos brasileiros em relação aos impostos, pois no Brasil existe o juro sobre capital próprio como alternativa aos dividendos, e segundo Ness Jr. e Zani (2001), com um objetivo de minorar o efeito de aumento da carga tributária nas empresas em consequência da extinção da correção monetária.

Nas entrevistas preliminares, a questão fiscal não apareceu como relevante para a determinação do montante a ser distribuído aos acionistas, mas extremamente importante para a definição de como remunerar os investidores. O JSCP é uma alternativa utilizada pelos executivos sempre que possível quando não existem outras formas de compensar o imposto devido no período.

A questão tributária foi abordada através das seguintes perguntas:

“Pela legislação vigente em 2008, os acionistas estão isentos de impostos em relação aos dividendos recebidos e pagam imposto sobre ganho de capital. Caso houvesse uma inversão na legislação atual e conseqüente tributação dos dividendos e isenção para ganho de capitais, a sua empresa alteraria o MONTANTE da parcela do lucro a ser distribuído aos acionistas”?

“Caso houvesse uma inversão na legislação atual e conseqüente tributação dos dividendos e isenção para ganho de capitais, a sua empresa alteraria a FORMA atual de distribuição do lucro aos acionistas”?

Além dessas duas questões, a tributação foi incluída entre as alternativas de fatores mais importantes para a determinação da política de dividendos.

O respondente também apresentou seu grau de concordância com as afirmações abaixo:

“A recompra de ações não provoca um custo fiscal ao acionista”.

“O planejamento tributário da empresa é fundamental na decisão de distribuição de dividendos”.

3.2.4. Sinalização e a política de dividendos

Allen e Michaely (2002) consideram os executivos melhor informados em relação aos fluxos de caixa futuro da firma; portanto, suas decisões sobre os dividendos podem sinalizar algo para o mercado.

Para Bhattacharya (1979) a sinalização deve ter um custo e não pode ser facilmente realizada, pois senão poderiam haver falsas sinalizações. A sinalização pode indicar a expectativa de resultado futuro do gestor, conforme acredita Black (1976), ou o estágio da empresa em seu ciclo de vida, como acreditam Grullon, Michaely e Swaminathan (2002).

Nos levantamentos identificados que abordaram a sinalização, a maioria dos executivos acredita que os dividendos sinalizem resultados futuros e não acreditam em um efeito ambíguo no aumento de dividendos, ou seja, indicar também a falta de boas oportunidades de investimentos.

No Brasil espera-se que, ao contrário dos outros países os executivos não considerem os dividendos como sinalizadores de resultados futuros. Heineberg e Procianoy (2003) identificaram que o lucro líquido é o principal fator determinante dos dividendos, ou seja, contrariamente aos EUA, o aumento dos dividendos em consequência de um aumento no lucro que será revertido no futuro e exigirá uma redução nos dividendos não é um custo para os executivos.

Agnes (2005) identificou um retorno anormal positivo para o anúncio de pagamento de dividendos, o que pode indicar uma sinalização dos dividendos.

A sinalização ao mercado é uma importante preocupação da maioria dos executivos contactados durante a elaboração do questionário; portanto, espera-se que ela apareça como relevante nas respostas do questionário. A percepção dos gestores sobre sinalização foi pesquisada através da seguinte pergunta: “Considerando a manutenção do lucro líquido, o que o AUMENTO no *PAYOUT* (índice distribuição aos acionistas / lucro líquido) de sua empresa poderia sinalizar ao mercado? Ordene as 3 principais alternativas abaixo (1 - mais importante e 3 - terceira mais importante)”.

Além disso, foi solicitado que o respondente apresentasse seu grau de concordância com as seguintes frases:

“A sua empresa reduziria os dividendos atuais se houvesse a expectativa de problemas com o fluxo de caixa no futuro”.

“A recompra de ações é um indicativo que o preço das ações da empresa está abaixo de seu real valor”.

3.2.5. Custos de agência e a política de dividendos

Easterbrook (1984) acredita que os custos de agência são minimizados com a distribuição de dividendos. Nos levantamentos em diversos países, os executivos não consideram a política de dividendos como uma maneira de forçar o gestor a atuar de acordo com os interesses dos acionistas.

No Brasil, o conflito de agência se dá principalmente entre acionista controlador e minoritário, e causa um menor *payout* do que o esperado, conforme identificado por Procianoy (1996). Os gestores brasileiros devem se comportar da mesma forma que os gestores dos demais países. Concordam que a distribuição de lucros é uma forma de reduzir excesso de caixa, mas não consideram uma maneira de forçá-los a atuar em interesse dos acionistas. A última pergunta do questionário será para qual tipo de acionista a atual política de dividendos é mais indicada. Espera-se que a maioria responda que seja para o controlador, pois este é o acionista que realmente tem influência na gestão da empresa. Nas

empresas com participação dos minoritários no conselho deverá ser menor o percentual de empresas cuja política de dividendos seja mais apropriada para o acionista controlador.

Nas entrevistas foram identificados sentimentos distintos dos executivos em relação aos dividendos. Alguns não gostam de distribuir dividendos porque os consideram um custo desnecessário, enquanto outros consideram uma justa remuneração ao acionista e simbolizam um período de sucesso da administração.

Para identificar a relação do custo de agência com distribuição de lucros foi perguntado:

“Quais das opções abaixo são relevantes no patrimônio dos executivos da sua empresa”?

“Qual é a ALTERNATIVA de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista da sua empresa”?

Também foi solicitado ao respondente que expressasse seu grau de concordância com a seguinte afirmação:

“A distribuição de lucro é uma forma de reduzir excesso de caixa na sua empresa”.

3.2.6. Ciclo de vida da empresa e a política de dividendos

Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) consideram os dividendos correlacionados com o estágio de vida da empresa. Para eles as empresas mais maduras com menor risco, crédito mais barato e menos oportunidades de investimentos tendem a pagar mais dividendos.

Lintner (1956) havia identificado uma independência entre investimentos e dividendos, mas nos levantamentos mais recentes de Baker e Powell (1999) e Brav et al. (2004) essa independência não foi identificada.

No Brasil, Heineberg e Procionoy (2003) encontraram uma relação positiva entre dividendos e oportunidade de crescimento. Há uma série de diferenças no Brasil em relação aos EUA que justificam esse resultado diferente ao esperado pela relação ciclo de vida e política de dividendos.

No Brasil, há a exigência de dividendos obrigatórios, e o JSCP que gera um benefício fiscal para a empresa e dividendos sem custo fiscal para o acionista; dessa forma, a empresa na sua fase inicial, de alto crescimento e alta necessidade de recursos é obrigada a pagar dividendos. Além disso, o pagamento de JSCP e dividendos é fiscalmente vantajoso.

O custo do endividamento é alto no Brasil, sendo necessária até para as empresas mais maduras a utilização de recursos próprios para investimentos, além da existência do acionista controlador com direito a apenas uma parcela dos proventos em dinheiro e total controle dos recursos da empresa, o que estimula a retenção de recursos.

As entrevistas demonstraram que os executivos enxergam uma forte relação entre dividendos e investimentos, mas enquanto para alguns executivos é aceitável a realização de financiamento para pagamento de dividendos, para outros está é uma alternativa impensável.

Outro aspecto relevante para algumas empresas é a existência de restrições aos dividendos em contratos de financiamentos.

Para verificar a influência do estágio de maturidade na política de dividendos, foram incluídas, nas perguntas sobre fatores importantes para a definição dos dividendos, alternativas como geração de caixa, investimentos e ciclo de vida das empresas. Adicionalmente, também foi solicitado aos respondentes que expressassem seu grau de concordância em relação às seguintes afirmações:

“Na sua empresa, a definição de distribuição de lucros é independente da decisão de investimentos”.

“O nível de endividamento de sua empresa não afeta a distribuição de lucros”.

“Empresas com geração de caixa estável têm *payout* (índice dividendos / lucro líquido) maior que a média do mercado”.

3.2.7. Fatores analisados e a política de dividendos

Nas entrevistas com os executivos ficou clara uma preocupação com o fluxo de caixa, sendo este aparentemente o principal fator para definir a distribuição de lucro das empresas; mas o lucro líquido aparece como principal referência de comparação com os dividendos distribuídos.

Para identificar os principais fatores analisados ao determinar a distribuição de lucro, foi solicitado ao respondente que respondesse as seguintes perguntas:

“Na sua opinião, quais são os DOIS FATORES mais importantes na definição da política de dividendos para cada tipo de acionista da sua empresa”?

“Algumas empresas consideram variáveis externas à empresa importantes para determinação dos dividendos. Quais são as 3 principais variáveis externas à sua empresa consideradas para a definição da distribuição de lucros? Ordene as alternativas abaixo (1 - mais importante e 3 - terceira mais importante)”.

“Quais são os 5 principais fatores analisados para determinar a distribuição de lucros na sua empresa? Ordene as alternativas abaixo (1 - mais importante e 5 - quinto mais importante)”.

Também foi solicitado aos respondentes que expressassem seu grau de concordância com as frases abaixo:

“Na sua empresa, a geração de caixa é mais importante que o lucro para a definição da política de dividendos”.

“O preço da ação da sua empresa na bolsa de valores não afeta a distribuição de lucros aos acionistas”.

“A distribuição de lucros da sua empresa não é afetada por crises no mercado acionário”.

“A sua empresa considera o aumento do endividamento para financiar a distribuição de caixa aos acionistas em momentos que as taxas de juros do mercado são atrativas”.

Além das questões, no final do questionário foi deixado um espaço para o respondente incluir algo que considerasse importante e não foi abordado no questionário.

3.2.8. Responsáveis pela decisão

Foram feitas duas perguntas para determinar os responsáveis pela decisão da distribuição de lucros aos acionistas.

“Pela atual legislação brasileira, a decisão sobre o pagamento de dividendos é da AGO, mas na prática, tem-se visto várias empresas; em que a AGO apenas aprova a decisão já recomendada Na sua empresa, quem de fato, é o principal responsável pela DEFINIÇÃO da política de dividendos”?

“Quem é o principal responsável pela elaboração de proposta de distribuição de dividendos na sua empresa”?

Também foi solicitado o grau de concordância do respondente para as seguintes afirmações:

“Na sua empresa qualquer distribuição de lucro depende de aprovação do acionista controlador”.

“Na sua empresa, depois de definido o montante do lucro a ser distribuído aos acionistas, a decisão de como distribuí-lo é dos executivos”.

3.2.9. Influência de características da empresa no processo decisório sobre a distribuição de lucros

Foram feitas perguntas sobre características pessoais do respondente (cargo, idade, tempo de empresa e formação acadêmica). As características das empresas serão coletadas em informações disponíveis no mercado. Estas diferenças devem causar diferenças no processo decisório.

As empresas serão divididas em grupos de acordo com cada característica para comparar se as respostas diferem em consequência da diferença analisada.

Espera-se que os gestores das empresas sem controle definido apresentem uma maior preocupação com as expectativas dos acionistas do que as empresas com controle definido, em consequência, deverão apresentar um *payout* médio maior também.

As empresas com estrutura de capital mais alavancada devem ter uma política de dividendos mais dependente dos investimentos, pois devem ter mais dificuldades em adquirir novos financiamentos. A percepção de sinalização também deve estar mais presente nas empresas alavancadas, pois devido às maiores obrigações financeiras, o custo em aumentar distribuição de lucros é maior nessas empresas.

As empresas menores devem ter uma menor preocupação com os acionistas, pois não devem ter recursos em abundância e também devem apresentar uma política de dividendos dependente dos investimentos. O *payout* deve ser menor do que o de empresas maiores.

O setor de atuação também deve influenciar na percepção dos gestores em relação à política de dividendos, pois setores diferentes possuem diferentes acionistas, oportunidades de investimento, risco, custo de capital, entre outras diferenças.

A lucratividade deve afetar a percepção dos gestores em relação aos problemas de agência, sendo esses mais relevantes nas empresas de baixa lucratividade. A sinalização também deve ser mais significativa nas empresas de baixa lucratividade.

As oportunidades de crescimento devem afetar a percepção dos gestores em relação à independência dos dividendos e investimentos e a preocupação em atender os interesses dos acionistas. Em empresas com muitas oportunidades de crescimento, o *payout* deve ser baixo, os dividendos são dependentes das oportunidades de investimento e a preocupação em satisfazer os acionistas é menor.

A diferença entre o principal investidor deve refletir na percepção dos impostos na política de dividendos. A recompra de ações, fiscalmente desvantajosa para o investidor pessoa física, pode ser uma boa alternativa de distribuição de lucros para o acionista estrangeiro e indiferente para o investidor institucional.

A participação dos acionistas no conselho deve elevar a preocupação do gestor em satisfazer o acionista e elevar também o *payout* da empresa. O problema de agência deve ser menor em empresas com membros no conselho e, portanto, a política de dividendos, que não deve ser uma ferramenta para forçar os gestores de acordo com o interesse dos acionistas de modo geral, deve ser menos citada ainda nas empresas com membros do conselho indicado pelos minoritários.

A preocupação com os acionistas obviamente deve elevar a preocupação dos gestores em satisfazer os investidores, e conseqüentemente o *payout* médio das empresas preocupadas com os acionistas deve ser maior. A sinalização também deve estar presente na percepção dos acionistas preocupados com os acionistas minoritários.

3.3. Análise dos dados

Os resultados foram analisados de forma completa, e também, segmentados por características da empresa, tais como controle, estrutura de capital, tamanho, nível de governança corporativa, setor de atuação, lucratividade, oportunidades de crescimento, principal tipo de investidor, remuneração dos executivos, participação dos minoritários no conselho e preocupação com os investidores.

Todas as respostas foram segmentadas de acordo com cada uma das características citadas acima para identificar como elas influenciam a política de dividendos e a percepção de seus executivos sobre cada um dos tópicos pesquisados.

Foi aplicado o teste de Kolmogorov-Smirnov para testar se a amostra possui distribuição normal e apenas 10 das 111 questões não apresentam distribuição normal. As respostas de cada grupo foram comparadas e foi utilizado o Teste t para verificar se há diferença significativa entre as médias das respostas. Para as questões em que foi perguntado a proporção aplicou-se o teste qui-quadrado para comparar a diferença de proporção entre os grupos. Apesar da amostra ser normal, foi feita uma simulação substituindo o Teste t pelo testes não paramétricos de Mann-Whitney. As diferenças entre os testes foi pequena, desta forma, optou-se em apresentar os resultados analisados com o Teste t.

As variáveis utilizadas para a separação da amostra são as seguintes:

- i) controle – empresas com ou sem controle definido;
- ii) estrutura de capital – relação entre capital de terceiros e PL;
- iii) tamanho – valor de mercado;
- iv) nível de governança corporativa – aderiu ou não a um dos níveis de governança da Bovespa;
- v) setor de atuação – classificação da econômica;
- vi) lucratividade – relação entre lucro líquido e PL;
- vii) oportunidades de crescimento – q de Tobin;
- viii) principal tipo de investidor – estrangeiro, institucional ou pessoa física;
- ix) remuneração dos executivos – possuem ações, opção de compra ou não têm remuneração atrelada ao valor da empresa;
- x) participação dos minoritários no conselho de administração – existência ou não de conselheiro indicado pelos minoritários;
- xi) preocupação com os investidores – realiza reuniões com analistas e investidores na APIMEC ou não;
- xii) Características do respondente – idade, cargo, formação e tempo de empresa

3.4 Amostra

Foram identificadas 397 empresas listadas na Bovespa em dezembro de 2008. Várias destas eram empresas do mesmo grupo e tinham o mesmo CFO. Nesses casos foram retiradas da população as menores empresas que tinham o mesmo CFO, resultando em uma população de 359 CFOs.

A ApimecSul enviou no dia 17 de dezembro de 2008 ao correio eletrônico dos CFOs das 359 empresas listadas na Bovespa um convite para responder o questionário dessa pesquisa. Retornaram 36 questionários com mais de 80% das respostas preenchidas.

No dia 20 de janeiro de 2009, a ApimecSul reforçou o convite aos 322 executivos que não responderam na primeira oportunidade. Nessa segunda onda retornaram 26 questionários com mais de 80% das respostas preenchidas

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa também apoiou esta pesquisa e enviou no dia 2 de abril de 2009 convite para os 296 CFOs de empresas que não atenderam os convites da ApimecSul. Retornaram 3 questionários válidos, totalizando uma amostra de 65 questionários respondidos, que corresponde a 18,1% da população pesquisada.

A tabela 2 apresenta a distribuição de empresas de acordo com o nível de listagem na Bovespa. A amostra está composta por mais de 90% de empresas listadas no novo mercado, nível 1 de governança corporativa e no nível tradicional, em proporção semelhante à da população. Empresas no nível 2 e com BDR representam menos de 10% da população e amostra.

A amostra está dividida quase na mesma proporção entre os três principais níveis de listagem, enquanto a população apresenta uma quantidade muito maior de empresas no nível tradicional e um número menor de empresas listadas no nível 1.

Segmento	População		Absoluto	Amostra	
	Absoluto	% / total		% / total	% / população
Novo mercado	97	27,02	24	36,92	24,74
Nível II	16	4,46	3	4,62	18,75
Nível I	39	10,86	17	26,15	43,59
Tradicional	199	55,43	19	29,23	9,55
BDR	8	2,23	2	3,08	25,00
Total	359		65		

Tabela 2 - Distribuição de empresas de acordo com o nível de listagem na Bovespa

A distribuição da amostra por setor de atividade comparado com a população é apresentada na tabela 3. Utilizou-se a classificação da Económica para definir o setor de atividade de cada empresa. O critério para enquadramento do setor da empresa abrange 20 setores específicos; as empresas que não podem ser incluídas em nenhum dos 20 setores, o foram na categoria “outros”.

A amostra utilizada não teve resposta de executivos de empresas de quatro setores (eletrônicos, fundos, petróleo e gás, software). Esses setores não são relevantes na população, e a soma de todas as empresas neles classificadas representa menos de 5% da população. Por outro lado, três setores (energia elétrica; papel e celulose; transporte) tiveram uma grande participação na amostra comparativamente à quantidade de empresas da população.

O setor energia elétrica que apresentou uma taxa de retorno dos questionários de 32,35% é o mais relevante da população (9,47%) e conseqüentemente tornou-se o setor mais relevante da amostra (17,74%). Como este é um setor que tradicionalmente paga bons dividendos, era esperado que ele tivesse uma participação mais relevante em uma pesquisa sobre dividendos.

Setor	População		Amostra		
	Absoluto	% / total	Absoluto	% / total	% / população
Agro e Pesca	5	1,39	1	1,54	20,00
Alimentos e Beb	22	6,13	3	4,62	13,64
Comércio	16	4,46	3	4,62	18,75
Construção	31	8,64	4	6,15	12,90
Eletroeletrônicos	8	2,23	0	0,00	0,00
Energia Elétrica	34	9,47	11	16,92	32,35
Finanças e Seguros	33	9,19	4	6,15	12,12
Fundos	1	0,28	0	0,00	0,00
Máquinas Indust	5	1,39	1	1,54	20,00
Mineração	4	1,11	1	1,54	25,00
Minerais não Met	4	1,11	1	1,54	25,00
Outros	72	20,06	9	13,85	12,50
Papel e Celulose	6	1,67	4	6,15	66,67
Petróleo e Gas	6	1,67	0	0,00	0,00
Química	15	4,18	4	6,15	26,67
Siderur & Metalur	25	6,96	4	6,15	16,00
Software e Dados	2	0,56	0	0,00	0,00
Telecomunicações	13	3,62	2	3,08	15,38
Textil	25	6,96	3	4,62	12,00
Transporte	14	3,90	6	9,23	42,86
Veiculos e peças	18	5,01	4	6,15	22,22
Total	359		65		

Tabela 3 - Distribuição de empresas de acordo por setor de atividade

A elevada participação de empresas do setor elétrico pode provocar um viés na amostra. Na tabela 4 são apresentadas a diferença da amostra e as variáveis de segmentação (controle¹, endividamento², valor de mercado, lucratividade³, Q de Tobin⁴, *dividend yield*⁵, *dividend payout*⁶ e liquidez⁷). Foi utilizado o Teste t para verificar se as diferenças entre as médias da amostra e da população são significativas. Duas destas variáveis (*dividend yield* e liquidez) apresentaram diferença significativa

variáveis de segmentação	População	Amostra	p-value
Controle	81,00%	78,47%	0,3359
Endividamento	63,31%	57,61%	0,9263
valor de mercado (mil)	R\$ 3.705.383	R\$ 6.177.929	0,3474
lucratividade	9,22%	12,56%	0,7617
Q de Tobin	2,54	1,55	0,6765
<i>dividend yield</i>	3,53%	5,90%***	0,0008
<i>dividend payout</i>	36,09%	52,86%	0,3081
Liquidez	18,11%	42,11%*	0,0788

Tabela 4 - Comparação da amostra com a população

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente

¹ Participação dos cinco maiores acionistas em relação ao total das ações com direito a voto.

² Dívida líquida / patrimônio líquido

³ Lucro líquido / patrimônio líquido

⁴ Valor de mercado / valor patrimonial

⁵ Dividendos totais / valor de mercado da empresa no final do exercício

⁶ Dividendos totais / lucro líquido do exercício

⁷ $\frac{\text{número de dias em que ação foi negociada no ano}}{252} * \sqrt{\frac{\text{número de negócios da ação}}{\text{número de negócios de todas ações}} * \frac{\text{volume monetário negociado com a ação}}{\text{volume monetário negociado com todas ações}}}$

Como a amostra tem uma grande participação de empresas do setor elétrico, foi criada uma amostra B sem as empresas do setor elétrico; os testes foram repetidos e a diferença entre as variáveis *dividend yield* e liquidez continuou significativa. Esses números são apresentados na tabela 5.

variáveis de segmentação	População	Amostra B	p-value
Controle	81,00%	76,63%	0,1276
Endividamento	63,31%	48,08%	0,8236
valor de mercado (mil)	R\$ 3.705.383	R\$ 6.092.502	0,4120
lucratividade	9,22%	9,93%	0,9535
Q de Tobin	2,54	1,42	0,6722
dividend yield	3,53%	5,48%***	0,0099
dividend payout	36,09%	50,96%	0,4178
Liquidez	18,11%	46,62%*	0,0580

Tabela 5 - Comparação da amostra B com a população

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente

A população apresenta 88 empresas que não pagaram dividendos nos três últimos anos. Essas empresas têm uma liquidez média de 2,88%, muito inferior à liquidez média da população de 18,11%. Foi criada uma população B de empresas listadas na Bovespa que pagaram pelo menos um dividendo nos últimos três anos, não tendo sido encontrada nenhuma diferença significativa entre as médias das variáveis da amostra e da população B, conforme apresentado na tabela 6.

variáveis de segmentação	População B	Amostra	p-value
Controle	81,26%	78,47%	0,3097
Endividamento	50,72%	57,61%	0,9540
valor de mercado (mil)	R\$ 4.923.963	R\$ 6.177.929	0,6807
lucratividade	12,21%	12,56%	0,9217
Q de Tobin	3,11	1,55	0,5582
dividend yield	4,77%	5,90%	0,1277
dividend payout	49,41%	52,86%	0,8560
Liquidez	24,52%	42,11%	0,2774

Tabela 4 - Comparação da amostra com a população B

Dessa forma, os resultados dessa pesquisa podem ser generalizados apenas para empresas listadas na Bovespa que pagaram dividendos nos últimos três anos. Em países onde os dividendos são opcionais, é importante a inclusão de empresas que não pagam dividendos no estudo para entender os motivos do não pagamento.

No Brasil, onde os dividendos são obrigatórios e os controladores perdem poder se não distribuírem dividendos por três anos, uma vez que os acionistas preferencialistas nesta situação passam a ter direito a voto, esse grupo de empresas deve apresentar problemas financeiros; além disso, a discussão sobre dividendos deve ser algo distante da realidade dos executivos destas empresas, o que justifica a não participação dos mesmos na pesquisa e a exclusão dessas empresas da população.

4. Resultados

4.1. Formas de distribuição de lucro aos acionistas da empresa

Antes de iniciar as questões sobre o processo de distribuição de lucro da empresa, era necessário identificar o que o respondente considerava como formas de a empresa remunerar o acionista. Conforme o esperado, quase a totalidade dos executivos consideram os dividendos e juros sobre capital próprio como forma de a empresa remunerar os seus acionistas. Os resultados são apresentados na tabela 5.

		Dividendo	JSCP	Recompra de ações	Bonificação	Split	Valorização da ação	Redução do capital	Outros
Amostra completa		98,39	93,55	37,10	32,26	8,06	61,29	11,29	0,00
endividamento	alto	96,77	93,55	41,94	38,71	6,45	58,06	19,35	0,00
	baixo	100,00	93,55	32,26	25,81	9,68	64,52	3,23**	0,00
tamanho	grande	96,77	93,55	32,26	29,03	9,68	45,16	9,68	0,00
	pequena	100,00	93,55	41,94	35,48	6,45	77,42***	12,90	0,00
lucratividade	alta	96,77	90,32	29,03	29,03	6,45	54,84	6,45	0,00
	baixa	100,00	96,77	45,16	35,48	9,68	67,74	16,13	0,00
oportunidade de crescimento	crescimento	96,77	96,77	35,48	16,13	9,68	48,39	6,45	0,00
	não - crescimento	100,00	90,32	38,71	48,39***	6,45	74,19**	16,13	0,00
dividend yield	alto	100,00	93,55	38,71	32,26	6,45	54,84	16,13	0,00
	baixo	96,77	93,55	35,48	32,26	9,68	67,74	6,45	0,00
dividend payout	alto	100,00	87,10	32,26	25,81	6,45	51,61	9,68	0,00
	baixo	96,77	100,00**	41,94	38,71	9,68	70,97	12,90	0,00
liquidez	alta	96,77	96,77	41,94	32,26	6,45	61,29	12,90	0,00
	baixa	100,00	90,32	32,26	32,26	9,68	61,29	9,68	0,00
nível de governança	IGC	97,56	95,12	48,78	31,71	7,32	60,98	12,20	0,00
	não IGC	100,00	90,48	14,29***	33,33	9,52	61,90	9,52	0,00
setor	elétrico	100,00	100,00	18,18	27,27	0,00	72,73	18,18	0,00
	outros	98,04	92,16**	41,18***	33,33	9,80**	58,82**	9,80	0,00
conselho administração	minoritários	97,44	94,87	35,90	28,21	2,56	61,54	10,26	0,00
	só controlador	100,00	91,30	39,13	39,13	17,39**	60,87	13,04	0,00
conselho fiscal	instalado	97,22	97,22	30,56	38,89	5,56	58,33	11,11	0,00
	não instalado	100,00	88,46	46,15	23,08	11,54	65,38	11,54	0,00
preocupação com acionista	apimec	97,83	93,48	43,48	32,61	6,52	63,04	10,87	0,00
	sem apimec	100,00	93,75	18,75*	31,25	12,50	56,25	12,50	0,00
cargo	diretoria	100,00	95,45	36,36	27,27	9,09	63,64	9,09	0,00
	gerência	100,00	93,33	40,00	40,00	10,00	63,33	16,67	0,00
idade	mais velho	100,00	96,00	24,00	36,00	12,00	68,00	8,00	0,00
	mais novo	100,00	92,59	51,85***	33,33	7,41	59,26	18,52	0,00
tempo de empresa	mais tempo	100,00	96,00	20,00	36,00	12,00	64,00	12,00	0,00
	menos tempo	100,00	92,59	55,56***	33,33	7,41	62,96	14,81	0,00
formação	pós-graduação	100,00	95,65	47,83	34,78	8,70	65,22	13,04	0,00
	graduação	100,00	92,59	33,33**	37,04	11,11	59,26	14,81	0,00
remuneração	lucro	100,00	100,00	31,82	27,27	0,00	59,09	13,64	0,00
	valor da ação	100,00	83,33**	41,67	33,33	8,33	58,33	0,00	0,00

Tabela 5 - Formas de remunerar o acionista (em %)

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente

A valorização da ação, apesar de não depender diretamente de uma deliberação da empresa foi citada por 61,29% dos respondentes sendo muito mais considerada do que a recompra de ações, esta que é considerada pela teoria como uma alternativa aos dividendos e que provoca uma efetiva transferência de recursos financeiros da empresa aos acionistas.

A recompra de ações é a forma de distribuição que apresenta maior diferença significativa entre as diversas segmentações feitas na amostra. Empresas com melhor governança corporativa e com maior preocupação com os acionistas consideram muito mais a recompra de ações como forma de remunerar o acionista do que empresas com pior governança corporativa e menor preocupação com os acionistas.

Respondentes mais jovens e com pós-graduação também apresentam uma maior percentual de citações da recompra de ações como uma alternativa de remuneração ao acionista. Resultado esse que sugere que no Brasil remunerar os acionistas através da recompra de ações é algo recente e que está chegando às empresas através da universidade.

Para conhecer melhor a distribuição de lucros das empresas participantes da pesquisa, perguntou-se a frequência com que foram utilizadas cada uma das alternativas de distribuição de lucro (tabela 6), o percentual que o montante pago através de cada alternativa representou em relação ao total pago aos acionistas (tabela 7) e a periodicidade de distribuição de lucros adotada pela empresa (tabela 8).

A frequência apresentada na tabela 6 é relativa aos respondentes que consideram a alternativa como uma forma de remunerar os acionistas. Não foram utilizadas para o cálculo da média as respostas dos que não consideram a alternativa como forma de remunerar o acionista.

As duas alternativas mais tradicionais (dividendos e JSCP) são mais frequentemente utilizadas pelas empresas brasileiras. O dividendo é a alternativa com menor frequência média e o JSCP a mais citada com frequência superior a 50% das distribuições. Essa diferença sugere que quando a empresa distribui proventos em dinheiro, o dividendo está presente em quase todas as distribuições da empresa; já o JSCP é utilizado amplamente pelas empresas, mas não em todas as distribuições.

A recompra de ações apresentou uma diferença significativa muito grande na segmentação das respostas pela remuneração dos executivos. A recompra de ações é muito mais frequente nas empresas em que os respondentes consideraram o valor da ação importante na remuneração dos executivos do que nas empresas em que o respondente considera o lucro importante na remuneração dos acionistas. Essa diferença é um indício de conflito de agência entre executivos e acionistas.

		Dividendo	JSCP	Recompra de ações	Bonificação	Split	Valorização da ação	Redução do capital
frequencia > 50%		66,13%	95,16%	38,71%	33,87%	9,68%	62,90%	12,90%
média		2,61	3,21	4,57	5,45	5,80	3,82	5,86
endividamento	alto	2,97	3,31	4,54	5,67	5,50	3,72	5,83
	baixo	2,26	3,10	4,60	5,13*	6,00	3,90	6,00
tamanho	grande	2,43	2,83	4,50	5,56	5,67	3,36	5,67
	pequena	2,77	3,59	4,62	5,36	6,00	4,08	6,00
lucratividade	alta	1,84	2,77	4,71	5,09	6,00	3,38	6,00
	baixa	3,40***	3,68	4,33	5,89	5,50	4,35	5,50
oportunidade de crescimento	crescimento	2,43	2,97	4,36	5,80	5,67	3,53	5,50
	não - crescimento	2,77	3,46	4,75	5,33	6,00	4,00	6,00
dividend yield	alto	2,39	3,07	4,75	5,40	5,50	3,53	5,80
	baixo	2,83	3,34	4,36	5,50	6,00	4,05	6,00
dividend payout	alto	2,58	2,96	4,80	5,63	6,00	3,75	5,67
	baixo	2,63	3,42	4,38	5,33	5,67	3,86	6,00
liquidez	alta	2,13	2,67	4,69	5,20	6,00	3,37	6,00
	baixa	3,06*	3,79*	4,40	5,70	5,67	4,26	5,67
nível de governança	IGC	2,33	3,00	4,40	5,23	6,00	3,64	6,00
	não IGC	3,14	3,63	5,67**	5,86	5,50	4,15	5,50
setor	elétrico	3,27	3,18	5,00	4,33	.	3,50	5,50
	outros	2,46	3,21	4,52	5,65**	5,80***	3,90	6,00
conselho administração	minoritários	2,45	3,08	4,36	5,09	6,00	4,04	5,75
	só controlador	2,87	3,43	4,89	5,89***	5,75	3,43	6,00
conselho fiscal	instalado	2,83	2,60	4,27	5,21	5,50	3,48	6,00
	não instalado	2,31	4,13***	4,83	6,00*	6,00	4,24	5,67
preocupação com acionista	apimec	2,07	2,79	4,40	5,33	6,00	3,52	6,00
	sem apimec	4,13***	4,40**	5,67**	5,80	5,50	4,78**	5,50
cargo	diretoria	3,45	3,43	4,75	5,83	5,50	4,29	6,00
	gerência	2,13**	3,36	4,58	5,33	6,00	3,26	5,80
idade	mais velho	3,40	3,17	4,67	5,00	5,67	3,88	6,00
	mais novo	2,04**	3,60	4,64	6,00	6,00	3,50	5,80
tempo de empresa	mais tempo	3,48	3,42	4,80	5,00	5,67	4,19	6,00
	menos tempo	1,96**	3,36	4,60	6,00	6,00	3,24	5,75
formação	pós-graduação	2,26	3,45	4,45	5,38	6,00	3,33	6,00
	graduação	2,89	3,52	4,89	5,60	5,67	4,13	5,75
remuneração	lucro	3,09	3,55	5,29	5,17	.	4,00	5,67
	valor da ação	1,25***	3,50	2,80*	5,50	6,00	3,57	.

Tabela 6 - Frequência que a empresa utiliza cada uma das alternativas de remunerar os acionistas

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

média: 1 representa 100% das distribuições e 6 representa que alternativa nunca é utilizada pela empresa.

A média das respostas dos executivos que têm sua remuneração baseada no lucro da empresa em relação à frequência do uso da recompra de ações é 5,29, ou seja, está entre a faixa 5 (menos de 25% das distribuições realizadas nos últimos três anos) e a faixa 6 (nenhuma das distribuições realizadas nos últimos três anos).

A mesma média para os executivos que têm remuneração atrelada ao valor da ação é 2,8, ou seja, entre a faixa 2 (pelo menos 75% das distribuições realizadas nos últimos três anos) e faixa 3 (pelo menos 50% das distribuições realizadas nos últimos três anos). O percentual também distribuído aos

acionistas através de recompra de ações é significativamente maior nas empresas em que os acionistas são remunerados com base no lucro (tabela 7).

		Dividendo	JSCP	Recompra de ações	Bonificação	Split	Valorização da ação	Redução do capital
	n	45	32	8	2	1	4	1
	média (%)	48,41	40,80	10,09	1,50	1,00	20,75	10,00
endividamento	alto	57,28	32,88	2,80	1,00	1,00	13,00	10,00
	baixo	43,17	47,32	22,23	2,00	.	28,50	.
tamanho	grande	51,06	36,97	2,03	2,00	.	15,33	.
	pequena	48,94	44,34	18,15	1,00	1,00	37,00	10,00
lucratividade	alta	52,07	44,56	14,92	1,00	1,00	28,50	10,00
	baixa	47,98	35,23	2,03	2,00	.	13,00	.
oportunidade de crescimento	crescimento	52,36	43,81	4,25	1,50	1,00	20,75	10,00
	não - crescimento	47,69	37,03	15,93
dividend yield	alto	51,26	34,52	5,33	.	.	20,75	.
	baixo	48,72	49,24	12,94	1,50	1,00	.	10,00
dividend payout	alto	63,61	31,54	4,00	.	.	19,33	10,00
	baixo	35,95***	46,03	13,74	1,50	1,00	25,00	.
liquidez	alta	51,26	34,52	5,33	.	.	20,75	.
	baixa	48,72	49,24	12,94	1,50	1,00	.	10,00
nível de governança	IGC	44,05	39,93	11,39	2,00	.	21,00	.
	não IGC	65,81**	41,20	1,00	1,00	1,00	20,00	10,00
setor	elétrico	62,75	31,55	1,00	.	.	1,00	10,00
	outros	47,47	43,12	13,12	1,50	1,00	27,33	.
conselho administração	minoritários	43,72	40,77	12,60	2,00	.	19,00	10,00
	só controlador	62,39*	39,11	2,55	1,00	1,00	22,50	.
conselho fiscal	instalado	47,71	42,98	15,52	1,50	1,00	19,00	.
	não instalado	53,56	33,22	1,03	.	.	22,50	10,00
preocupação com acionista	apimec	47,52	40,39	11,39	2,00	.	20,75	.
	sem apimec	64,65	40,00	1,00	1,00	1,00	.	10,00
cargo	diretoria	54,81	36,60	3,00	1,00	1,00	1,00	.
	gerência	49,23	42,29	16,93	.	.	27,33	10,00
idade	mais velho	44,19	48,30	56,60	1,00	1,00	.	.
	mais novo	56,23	27,67*	3,42	.	.	20,75	10,00
tempo de empresa	mais tempo	46,86	48,81	5,00	1,00	1,00	.	.
	menos tempo	54,77	28,70*	13,74	.	.	20,75	10,00
formação	pós-graduação	50,12	45,91	14,54	.	.	21,00	.
	graduação	51,78	40,74	1,00	1,00	1,00	20,00	10,00
remuneração	lucro	45,23	26,00	2,33	.	.	13,00	10,00
	valor da ação	53,34	44,68	56,60***	2,00	.	.	.

Tabela 7 - Percentual que cada alternativa representou no total da remuneração aos acionistas.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Enquanto a recompra de ações representa apenas 2,33% das distribuições aos acionistas de empresas que remuneram seus executivos com base no lucro da empresa, a recompra de ações é a principal forma de remuneração em empresas com remuneração dos executivos com base no valor da ação, representando em média 56,60% da remuneração dos acionistas dessas empresas.

A retirada de caixa da empresa provavelmente reduz o seu lucro, pois se não há projetos para se investir, esse caixa poderia reduzir a dívida e conseqüentemente a despesa financeira, ou poderia se investir em ativos financeiros, o que aumentaria a receita financeira. Dessa forma, os executivos remunerados pelo lucro, têm maior interesse em manter o caixa na empresa.

Por outro lado, apesar de ser fiscalmente desvantajosa, a recompra de ações provoca um efeito positivo no valor das ações, conforme identificado por Procianoy e Moreira (2004), e portanto beneficiaria os executivos com remuneração atrelada ao valor da ação.

Ainda em relação à recompra de ações, 60,00% dos respondentes concordaram com a afirmação de que a recompra de ações é tratada como uma decisão de investimento e não uma decisão de distribuição de lucro.

Na tabela 7 é apresentado o percentual de cada alternativa utilizado em média para remunerar os acionistas nos últimos três anos. Praticamente a totalidade da distribuição foi feita através de dividendos e JSCP, sendo os dividendos um pouco maiores. A principal diferença significativa entre as amostras segmentadas foi encontrada na divisão pelo *dividend payout* das empresas. A proporção dividendos / JSCP é 2,02 entre as empresas com alto *dividend payout* e 0,78 entre as empresas com baixo *dividend payout*. Essa grande diferença era esperada, pois há maiores limitações para o total de distribuição através de JSCP do que para dividendos. Dessa forma, as empresas que desejam ter um elevado payout devem aumentar a distribuição de dividendos.

A soma do percentual das alternativas é superior a 100%, pois a média foi calculada apenas entre os respondentes. A valorização da ação representa 20,75% do total da remuneração dos acionistas, mas é um percentual relativo a uma amostra de apenas quatro respostas. A soma do percentual das alternativas não ultrapassou 100% em nenhuma resposta, e foi exatamente 100% em 29 respostas, ou seja, 45% da amostra.

A periodicidade com que são feitas distribuições de lucros é apresentada na tabela 8. O período de distribuição mais freqüente é o anual, citado por 51,61% dos respondentes. A maioria (8%) dos que citaram outra periodicidade informaram que não há um período definido.

Não há muitas diferenças significativas relacionadas com a periodicidade da distribuição de lucro entre as amostras segmentadas. Pode-se notar que as empresas maiores, com melhor governança corporativa e preocupadas com os acionistas, fazem mais do que uma distribuição ao ano aos seus acionistas. A

distribuição anual de lucro é o padrão para 75% das empresas com executivos com remuneração baseada no lucro, o que mais uma vez sugere que executivos com esse tipo de incentivo evitam reduzir o caixa da empresa.

		mensal	trimestral	semestral	anual	outras
média (%)		1,61	19,35	16,13	51,61	11,29
endividamento	alto	3,23	19,35	16,13	45,16	16,13
	baixo	0,00	19,35	16,13	58,06	6,45
tamanho	grande	3,23	19,35	25,81	41,94	9,68
	pequena	0,00	19,35	6,45**	61,29	12,90
lucratividade	alta	0,00	25,81	19,35	41,94	12,90
	baixa	3,23	12,90	12,90	61,29	9,68
oportunidade de crescimento	crescimento	3,23	19,35	25,81	45,16	6,45
	não - crescimento	0,00	19,35	6,45**	58,06	16,13
dividend yield	alto	0,00	22,58	25,81	35,48	16,13
	baixo	3,23	16,13	6,45**	67,74**	6,45
dividend payout	alto	0,00	22,58	19,35	41,94	16,13
	baixo	3,23	16,13	12,90	61,29	6,45
liquidez	alta	3,23	25,81	16,13	41,94	12,90
	baixa	0,00	12,90	16,13	61,29	9,68
nível de governança	IGC	2,44	26,83	14,63	43,90	12,20
	não IGC	0,00	4,76**	19,05	66,67*	9,52
setor	elétrico	0,00	18,18	9,09	63,64	9,09
	outros	1,96	19,61	17,65	49,02	11,76
conselho administração	minoritários	2,56	23,08	15,38	46,15	12,82
	só controlador	0,00	13,04	17,39	60,87	8,70
conselho fiscal	instalado	2,78	22,22	22,22	44,44	8,33
	não instalado	0,00	15,38	7,69	61,54	15,38
preocupação com acionista	apimec	2,17	23,91	17,39	43,48	13,04
	sem apimec	0,00	6,25*	12,50	75,00**	6,25
cargo	diretoria	0,00	22,73	18,18	54,55	4,55
	gerência	3,33	13,33	10,00	56,67	16,67
idade	mais velho	0,00	20,00	20,00	56,00	4,00
	mais novo	3,70	14,81	7,41	55,56	18,52
tempo de empresa	mais tempo	4,00	20,00	16,00	56,00	4,00
	menos tempo	0,00	14,81	11,11	55,56	18,52
formação	pós-graduação	4,35	8,70	13,04	52,17	21,74
	graduação	0,00	18,52	14,81	62,96	3,70*
remuneração	lucro	0,00	8,33	16,67	75,00	0,00
	valor da ação	0,00	18,18	27,27	45,45*	9,09

Tabela 8 - Periodicidade da distribuição de lucro aos acionistas

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

4.2. Valor e a política de dividendos

Para 91,90% dos respondentes, a política de dividendos afeta o valor de sua empresa. Para a maioria dos respondentes, os dividendos e JSCP são as duas alternativas mais eficazes para valorizar as ações de suas empresas. Os resultados estão apresentados na tabela 9.

		Melhor alternativa para criar valor						
		Cria valor	Dividendo	JSCP	Recompra de ações	Bonificação	Split	Valorização da ação
média (%)		91,90	68,42	59,65	12,28	3,51	0,00	14,04
endividamento	alto	93,55	66,67	59,26	3,70	-	-	3,70
	baixo	90,32	70,00	60,00	20,00**	6,67	-	23,33**
tamanho	grande	87,10	67,74	61,29	16,13	3,23	0,00	12,90
	pequena	96,77	69,23	57,69	7,69	3,85	0,00	15,38
lucratividade	alta	100,00	62,07	55,17	6,90	0,00	0,00	6,90
	baixa	83,87**	75,00	64,29	17,86	7,14	0,00	21,43
oportunidade de crescimento	crescimento	93,55	62,07	55,17	0,00	3,45	0,00	0,00
	não - crescimento	90,32	75,00	64,29	0,00	0,00	3,57	0,00
dividend yield	alto	90,32	67,86	57,14	10,71	0,00	0,00	14,29
	baixo	93,55	68,97	62,07	13,79	6,90	0,00	13,79
dividend payout	alto	83,87	76,92	65,38	3,85	0,00	0,00	7,69
	baixo	100,00**	61,29	54,84	19,35*	6,45	0,00	19,35
liquidez	alta	93,55	68,97	51,72	17,24	3,45	0,00	10,34
	baixa	90,32	67,86	67,86	7,14	3,57	0,00	17,86
nível de governança	IGC	95,12	61,54	48,72	17,95	5,13	0,00	20,51
	não IGC	85,71	83,33*	83,33***	0,00**	0,00	0,00	0,00
setor	elétrico	100,00	72,73	72,73	0,00	9,09	0,00	9,09
	outros	90,20	67,39	56,52	15,22	2,17	0,00	15,22
conselho administração	minoritários	94,87	59,46	54,05	10,81	5,41	0,00	16,22
	só controlador	86,96	85,00**	70,00	15,00	0,00	0,00	10,00
conselho fiscal	instalado	94,44	73,53	58,82	11,76	2,94	0,00	11,76
	não instalado	88,46	60,87	60,87	13,04	4,35	0,00	17,39
preocupação com acionista	apimec	93,48	62,79	53,49	16,28	4,65	0,00	16,28
	sem apimec	87,50	85,71*	78,57*	0,00*	0,00	0,00	7,14
cargo	diretoria	95,45	61,90	71,43	14,29	4,76	0,00	9,52
	gerência	86,67	76,92	53,85	11,54	3,85	0,00	15,38
idade	mais velho	92,00	69,57	73,91	4,35	8,70	0,00	8,70
	mais novo	88,89	70,83	50,00*	20,83*	0,00	0,00	16,67
tempo de empresa	mais tempo	92,00	65,22	69,57	13,04	4,35	0,00	4,35
	menos tempo	88,89	75,00	54,17	12,50	4,17	0,00	20,83*
formação	pós-graduação	86,96	65,00	45,00	20,00	10,00	0,00	30,00
	graduação	92,59	72,00	72,00*	8,00	0,00*	0,00	0,00***
remuneração	lucro	100,00	59,09	54,55	9,09	9,09	0,00	22,73
	valor da ação	75,00*	55,56	55,56	11,11	0,00	0,00	11,11

Tabela 9 - Política de dividendos e valor

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

A maior diferença significativa entre as amostras segmentadas é a referente à remuneração dos executivos. Apenas 75,00% dos executivos com remuneração baseada no valor da ação consideram que a política de dividendos afeta o valor das ações de sua empresa.

A diferença significativa que mais surpreendeu foi em relação ao *dividend payout*. Contrariamente ao esperado, 100% dos executivos de empresas com baixo *dividend payout* consideram que a política de dividendos afeta o valor de suas ações. Entre os executivos das empresas com maiores *dividend payout*, apenas 83,87% têm a mesma opinião.

Uma possível explicação para esta diferença é que alguns executivos tenham considerado a possibilidade de agregar valor à empresa através de alteração da política de dividendos. Como as empresas com alto dividend payout não teriam capacidade de aumentar ainda mais a distribuição de lucros, na visão destes executivos, não seria possível agregar valor através da política de dividendos. Esta foi a justificativa de um diretor financeiro de uma empresa com 100% de dividend payout e pode representar o sentimento dos 16,13% que responderam que a política de não afeta o valor de suas ações.

Em relação às melhores alternativas de criar valor, o resultado ficou dentro do esperado. Empresas com alto dividend payout consideram principalmente as alternativas que afetam o payout (dividendos e JSCP), enquanto as formas alternativas tem um maior percentual de citação entre os executivos das empresas com baixo dividend payout.

A distribuição de dividendos e JSCP são alternativa de criação de valor, principalmente para os executivos de empresas com baixo nível de governança corporativa, menor preocupação com acionista e sem conselheiros de administração indicado pelos acionistas minoritários.

Este resultado reflete o risco de manter excesso de recursos dentro da empresa. Quanto menor a confiança dos minoritários na administração da empresa, maior o valor da distribuição de lucros, pois conforme Easterbrook (1984), os dividendos podem ser usados para reduzir o excesso de caixa da empresa e assim evitar o mau uso destes recursos.

Os executivos também foram questionados em relação aos efeitos no valor da ação no curto e no longo prazo. A grande maioria dos executivos (71,43%) acredita que o aumento no *payout* como consequência de um aumento no valor distribuído e da manutenção do lucro provocaria uma valorização no curto prazo, enquanto apenas 28,57% deles acreditam na valorização no longo prazo.

Por outro lado, no caso da redução dos dividendos, 11,11% dos respondentes acreditam em valorização no longo prazo e 4,76% em valorização no curto prazo, mas a média das respostas é maior para o curto prazo (3,80). Os resultados são apresentados na tabela 10.

Nas amostras segmentadas foram poucas as diferenças significativas. A maior surpresa foi na amostra segmentada pelo *dividend yield*. Os executivos de empresas com menores *dividend yield* acreditam em um maior efeito negativo no valor das ações no longo prazo do que os executivos das empresas com maiores *dividend yield*.

		Dividendos maiores - Efeito no curto prazo	Dividendos maiores - Efeito no longo prazo	Dividendos menores - Efeito no curto prazo	Dividendos menores - Efeito no longo prazo
Acreditam em alta (%)		71,43	28,57	4,76	11,11
média		2,02	2,78	3,80	3,31
endividamento	alto	1,88	2,59	3,76	3,15
	baixo	2,17	3,00**	3,83	3,50
tamanho	grande	1,94	2,81	3,71	3,29
	pequena	2,09	2,76	3,88	3,33
lucratividade	alta	2,09	2,82	3,85	3,48
	baixa	1,94	2,74	3,74	3,13
oportunidade de crescimento	crescimento	2,17	2,73	3,70	3,27
	não - crescimento	1,88	2,82	3,88	3,35
dividend yield	alto	2,00	2,80	3,70	3,07
	baixo	2,03	2,76	3,88	3,53**
dividend payout	alto	1,74	2,77	3,61	3,16
	baixo	2,27**	2,79	3,97	3,45
liquidez	alta	1,81	2,81	4,00	3,23
	baixa	2,21*	2,76	3,61	3,39
nível de governança	IGC	1,91	2,77	3,81	3,19
	não IGC	2,24	2,81	3,76	3,57
setor	elétrico	1,82	2,55	4,27	3,82
	outros	2,06	2,83	3,70	3,21*
conselho administração	minoritários	1,93	2,78	3,95	3,23
	só controlador	2,17	2,79	3,54	3,46
conselho fiscal	instalado	1,97	2,81	3,94	3,36
	não instalado	2,07	2,75	3,61	3,25
preocupação com acionista	apimec	1,94	2,73	3,71	3,23
	sem apimec	2,25	2,94	4,06	3,56
cargo	diretoria	2,04	3,17	3,78	3,22
	gerência	2,00	2,53***	3,90	3,50
idade	mais velho	2,16	3,00	3,84	3,44
	mais novo	1,89	2,64*	3,86	3,32
tempo de empresa	mais tempo	2,16	2,76	3,88	3,60
	menos tempo	1,89	2,86	3,82	3,18**
formação	pós-graduação	2,05	2,86	3,86	3,32
	graduação	2,07	2,76	3,76	3,38
remuneração	lucro	2,00	2,69	3,85	3,46
	valor da ação	1,86	2,95	4,14	3,27

Tabela 10 - variação no payout e valor das ações

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

média: 1, 2, 3, 4, 5 representa forte alta, alta moderada, estável, queda moderada e forte queda respectivamente.

Apesar de os executivos, em sua grande maioria, apontarem como uma valorização no curto prazo em consequência do aumento dos dividendos, apenas 32,20% deles concordaram com a afirmação: “O efeito da política de dividendos no valor de sua empresa é maior no curto prazo do que no longo prazo”.

A afirmação “A política de dividendos da sua empresa é um instrumento de criação de valor ao acionista” teve a concordância de 76,56% dos respondentes.

Está claro que a maioria dos executivos brasileiros considera os dividendos importantes e que esses podem criar valor ao acionista; todavia, parece não haver ainda uma convicção entre os executivos se essa criação de valor é de longo ou curto prazo.

Os respondentes da pesquisa parecem não praticar política de dividendos que não consideram adequada para agradar aos acionistas. Apenas 30,51% dos executivos concordam com a afirmação “A atual política de dividendos da sua empresa não maximiza a riqueza dos acionistas, mas é a que eles desejam”.

O grau de concordância com essa afirmação é maior significativamente em empresas de baixa lucratividade e liquidez, sem preocupação com acionista, com conselho de administração com apenas membros indicados pelo controlador e baixo nível de governança corporativa.

Por outro lado, a concordância com “A sua empresa busca sempre a melhor política de dividendos para o acionista, independente da preferência dos acionistas” também não foi muito alta e atingiu 49,12%. O grau de concordância foi significativamente maior entre os executivos com remuneração baseada no lucro. Isso é um indício de que os executivos com remuneração baseada no valor da ação estão mais preocupados com os desejos do acionista, e podem até tomar atitudes que não consideram corretas, mas agradam aos acionistas e possivelmente elevam o valor da ação.

De maneira geral, não se pode dizer que os executivos ignoram totalmente a vontade dos acionistas e tomam apenas as decisões que acreditam serem as mais indicadas para a empresa, mas também se percebe que o desejo dos acionistas não é um fator preponderante na definição da política de dividendos da empresa.

Independente da política de dividendos, 85,48% dos executivos concordam com a afirmação “Divulgar de forma clara e sistemática a política de dividendos a todos os acionistas é importante para a sua empresa”. É interessante notar que alguns respondentes que concordaram com a afirmação afirmaram que sua empresa não possui política de dividendos.

Contrariamente ao esperado, a grau de concordância foi significativamente maior entre executivos de empresas que não realizam reunião da APIMEC. Isso significa que ser considerado importante nem sempre resulta em ação efetiva, ou que o fato de uma prática não ser comum na empresa aumenta a percepção de importância no executivo.

4.3. Impostos e a política de dividendos

Os executivos foram questionados sobre qual é a forma preferencial de pagamento dos dividendos obrigatórios e qual o motivo desta preferência. Entre os respondentes, 59,68% deles optaram pelos dividendos e 40,32% pelo JSCP. A razão pela escolha do JSCP foi tributária em 100% das respostas. Já a opção pelos dividendos teve como motivo declarado planejamento tributário em 33% das respostas. A falta de benefício tributário do JSCP foi a justificativa dos dividendos em 25% dos casos e a incapacidade de gerar JSCP suficiente foi a explicação da escolha dos dividendos para 25% dos executivos que declararam pagar dividendos.

		Dividendo	JSCP
Total (%)		59,68	40,32
razão fiscal (%)		33,33	100,00
endividamento	alto	64,52	35,48
	baixo	54,84	45,16
tamanho	grande	61,29	38,71
	pequena	58,06	41,94
lucratividade	alta	54,84	45,16
	baixa	64,52	35,48
oportunidade de crescimento	crescimento	54,84	45,16
	não - crescimento	64,52	35,48
dividend yield	alto	64,52	35,48
	baixo	54,84	45,16
dividend payout	alto	70,97	29,03
	baixo	48,39*	51,61*
liquidez	alta	58,06	41,94
	baixa	61,29	38,71
nível de governança	IGC	53,66	46,34
	não IGC	71,43	28,57
setor	elétrico	63,64	36,36
	outros	58,82	41,18
conselho administração	minoritários	51,28	48,72
	só controlador	73,91*	26,09*
conselho fiscal	instalado	50,00	50,00
	não instalado	73,08*	26,92*
preocupação com acionista	apimec	54,35	45,65
	sem apimec	75,00	25,00
cargo	diretoria	50,00	50,00
	gerência	73,33*	26,67*
idade	mais velho	60,87	39,13
	mais novo	70,37	29,63
tempo de empresa	mais tempo	48,00	52,00
	menos tempo	77,78**	22,22**
formação	pós-graduação	52,00	48,00
	graduação	74,07*	25,93*
remuneração	lucro	58,33	41,67
	valor da ação	59,09	40,91

Tabela 11 - Forma preferencial de distribuição dos dividendos obrigatórios

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

A amostra segmentada apresentou diferença significativa na comparação pelo *dividend payout*. Empresas com baixo *dividend payout* foram as únicas em que o JSCP superou o dividendo como forma preferencial de distribuição dos dividendos obrigatórios. Os resultados são apresentados na tabela 11.

Se a atual legislação mudasse e, se os dividendos fossem tributados e o ganho de capital, isento, o montante total distribuído aos acionistas não seria alterado na opinião de 93,55% dos respondentes. A forma de distribuição também se alteraria na opinião de 66,15%. Esses resultados estão apresentados na tabela 12. Apesar de haver um espaço para que os respondentes explicassem sua escolha, apenas dois respondentes o utilizaram, e de forma vaga. Também não foi encontrada diferença significativa em nenhuma das comparações da amostra segmentada.

Montante		
Alteraria totalmente (%)	Alteraria parcialmente (%)	Não alteraria (%)
1,54	4,62	93,85***
Forma		
Alteraria totalmente (%)	Alteraria parcialmente (%)	Não alteraria (%)
9,23	24,62	66,15**

Tabela 12 - Efeitos de eventual mudança na legislação fiscal.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

A tributação não aparece como muito importante na definição da política de dividendos para nenhum tipo de acionista. Ela aparece como fator importante entre 10,81% (acionista estrangeiro pessoa física) e 15,83% (acionista estrangeiro institucional). Nas amostras segmentadas a tributação tem mais importância na segmentação por endividamento. Essa diferença é significativa apenas quando se considera o acionista estrangeiro pessoa jurídica. Nesse caso a tributação é o fator mais importante (25,81%) entre as empresas com alto endividamento. Esses dados são apresentados na tabela 13.

A maioria dos executivos (56,60%) concordou com a afirmação “A recompra de ações não provoca um custo fiscal ao acionista”, enquanto 73,02% dos respondentes concordaram com a afirmação “O planejamento tributário da empresa é fundamental na decisão de distribuição de dividendos”.

Esse conjunto de respostas relacionadas à tributação indica que os executivos se preocupam mais com a questão fiscal da empresa do que com o custo fiscal do acionista. Quando em situação de gerar benefício fiscal para a empresa, é utilizado o JSCP; já a tributação do acionista não parece ser importante para a decisão da empresa ao definir a política de dividendos.

		acionista pessoa física	acionista pessoa jurídica	acionista institucional	acionista estrangeiro pessoa física	acionista estrangeiro pessoa jurídica	acionista estrangeiro institucional
média (%)		11,61	15,18	11,61	10,81	11,61	15,83
endividamento	alto	14,81	20,37	12,96	22,58	25,81	24,24
	baixo	8,62	10,34	10,34	8,77	8,62*	14,52
tamanho	grande	10,53	14,04	14,04	8,77	10,53	16,67
	pequena	12,73	16,36	9,09	12,96	12,73	15,00
lucratividade	alta	14,55	16,36	12,73	12,73	12,73	16,67
	baixa	8,77	14,04	10,53	8,93	10,53	15,00
oportunidade de crescimento	crescimento	9,26	12,96	9,26	7,55	7,41	13,79
	não - crescimento	13,79	17,24	13,79	13,79	15,52	17,74
dividend yield	alto	15,00	20,00	15,00	13,33	15,00	14,52
	baixo	7,69	9,62	7,69	7,84	7,69	17,24
dividend payout	alto	11,67	16,67	13,33	10,00	11,67	12,90
	baixo	11,54	13,46	9,62	11,76	11,54	18,97
liquidez	alta	7,69	9,62	7,69	5,77	7,69	15,52
	baixa	15,00	20,00	15,00	15,25	15,00	16,13
nível de governança	IGC	11,27	14,08	11,27	10,00	11,27	16,67
	não IGC	12,20	17,07	12,20	12,20	12,20	14,29
setor	elétrico	14,29	23,81	14,29	14,29	14,29	13,64
	outros	10,99	13,19	10,99	10,00	10,99	16,33
conselho administração	minoritários	11,59	18,84	14,49	13,24	14,49	17,57
	só controlador	11,63	9,30	6,98	6,98	6,98	13,04
conselho fiscal	instalado	10,77	16,92	12,31	12,50	13,85	14,71
	não instalado	12,77	12,77	10,64	8,51	8,51	17,31
preocupação com acionista	apimec	9,76	13,41	12,20	9,88	10,98	15,91
	sem apimec	16,67	20,00	10,00	13,33	13,33	15,63
cargo	diretoria	14,63	19,51	12,20	17,07	17,07	18,18
	gerência	9,09	9,09	9,09	5,56	7,27	15,00
idade	mais velho	14,89	17,02	14,89	15,22	14,89	20,00
	mais novo	8,16	10,20	6,12	6,12	8,16	12,96
tempo de empresa	mais tempo	17,02	19,15	14,89	17,02	17,02	20,00
	menos tempo	6,12	8,16	6,12	4,17	6,12	12,96
formação	pós-graduação	9,30	13,95	11,63	11,90	13,95	17,39
	graduação	14,29	14,29	10,20	10,20	10,20	16,67
remuneração	lucro	4,55	4,55	9,09	4,76	4,55	16,67
	valor da ação	17,95	20,51	10,26	17,95	17,95	20,45

Tabela 13 - Importância da tributação para cada tipo de acionista.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

4.4. Sinalização e a política de dividendos

O aumento no *dividend payout* tem uma sinalização ambígua na visão dos executivos. Para a maioria dos respondentes (73,65%), o aumento no *dividend payout* sinaliza ao mercado falta de oportunidade de investimento para aplicar os recursos gerados pela empresa. As demais sinalizações mais citadas indicam crescimento, sendo elas aumento no fluxo de caixa futuro (62,87%) e aumento no resultado futuro (52,10%), sendo que o aumento no resultado futuro é a sinalização com menor média entre as três mais citadas, o que significa que é a considerada a principal sinalização dentre os que a escolheram. Esses resultados são apresentados na tabela 14.

		Aumento no resultado futuro	Redução no resultado futuro	Falta de oportunidade de investimento	Valor da ação sub-avaliado pelo mercado	Mudança no ciclo de vida da empresa	Aumento no fluxo de caixa futuro	Redução no fluxo de caixa futuro	Outra sinalização.
Total (%)		52,10	16,17	73,65	39,52	35,93	62,87	12,57	7,19
média		1,86	1,78	1,95	2,14	2,15	1,97	2,00	2,00
endividamento	alto	38,71	19,35	70,97	41,94	32,26	64,52	6,45	6,45
	baixo	54,84	9,68	61,29	29,03	32,26	48,39	16,13	6,45
tamanho	grande	48,39	9,68	64,52	32,26	19,35	58,06	6,45	9,68
	pequena	45,16	19,35	67,74	38,71	45,16**	54,84	16,13	3,23
lucratividade	alta	29,03	19,35	74,19	25,81	32,26	51,61	9,68	3,23
	baixa	64,52***	9,68	58,06	45,16	32,26	61,29	12,90	9,68
oportunidade de crescimento	crescimento	51,61	16,13	58,06	35,48	25,81	54,84	12,90	6,45
	não - crescimento	41,94	12,90	74,19	35,48	38,71	58,06	9,68	6,45
dividend yield	alto	48,39	19,35	70,97	32,26	32,26	54,84	9,68	9,68
	baixo	45,16	9,68	61,29	38,71	32,26	58,06	12,90	3,23
dividend payout	alto	48,39	12,90	67,74	32,26	29,03	58,06	9,68	6,45
	baixo	45,16	16,13	64,52	38,71	35,48	54,84	12,90	6,45
liquidez	alta	35,48	12,90	64,52	29,03	32,26	54,84	9,68	6,45
	baixa	58,06*	16,13	67,74	41,94	32,26	58,06	12,90	6,45
nível de governança	IGC	36,59	19,51	63,41	34,15	34,15	48,78	14,63	7,32
	não IGC	66,67**	4,76	71,43	38,10	28,57	71,43*	4,76	4,76
setor	elétrico	27,27	0,00	81,82	36,36	36,36	63,64	9,09	0,00
	outros	50,98	17,65	62,75	35,29	31,37	54,90	11,76	7,84
conselho administração	minoritários	35,90	17,95	64,10	41,03	30,77	51,28	12,82	7,69
	só controlador	65,22**	8,70	69,57	26,09	34,78	65,22	8,70	4,35
conselho fiscal	instalado	38,89	13,89	63,89	36,11	36,11	63,89	13,89	5,56
	não instalado	57,69	15,38	69,23	34,62	26,92	46,15	7,69	7,69
preocupação com acionista	apimec	34,78	17,39	69,57	34,78	34,78	47,83	13,04	6,52
	sem apimec	81,25***	6,25	56,25	37,50	25,00	81,25**	6,25	6,25
cargo	diretoria	59,09	4,55	59,09	40,91	18,18	54,55	4,55	9,09
	gerência	40,00	10,00	73,33	36,67	46,67	60,00	13,33	6,67
idade	mais velho	64,00	12,00	64,00	40,00	20,00	64,00	12,00	8,00
	mais novo	33,33**	3,70	70,37	37,04*	48,15	51,85	7,41	7,41
tempo de empresa	mais tempo	56,00	8,00	68,00	28,00	24,00	64,00	8,00	8,00
	menos tempo	40,74	7,41	66,67	48,15	44,44	51,85	11,11	7,41*
formação	pós-graduação	47,83	4,35	65,22	43,48	43,48	47,83	8,70	17,39
	graduação	44,44	11,11	66,67	37,04	29,63*	62,96	11,11	0,00***
remuneração	lucro	33,33	16,67	58,33	41,67	58,33	41,67	16,67	0,00
	valor da ação	54,55	13,64	86,36*	45,45	27,27	45,45	13,64	4,55

Tabela 14 - sinalização ao aumentar *dividend payout*

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

média: 1, 2, 3 representa mais importante, segunda mais importante e terceira mais importante respectivamente.

Nas amostras segmentadas a sinalização de aumento no resultado futuro ganha destaque de forma significativa entre as empresas de baixa rentabilidade, com baixo grau de governança corporativa, pouca preocupação com os acionistas, sem representante dos minoritários no conselho de administração e baixa liquidez. Este resultado é um indício de que aumento no *dividend payout* das “boas empresas” não é uma sinalização de aumento no resultado futuro.

Já a falta de oportunidade de investimento para aplicar os recursos gerados pela empresa é indicada como uma sinalização por 86,36% dos executivos com remuneração baseada no valor da ação.

“A sua empresa reduziria os dividendos atuais se houvesse a expectativa de problemas com o fluxo de caixa no futuro” foi a afirmação que obteve maior índice de concordância (85,48%) entre os participantes da pesquisa, sendo ela significativamente mais importante entre as empresas com alto *dividend yield* e com pouca preocupação com os acionistas.

Esse alto grau de concordância sugere que a redução dos dividendos tem um efeito sinalizador mais forte que o aumento dos dividendos.

A afirmação “A recompra de ações é um indicativo de que o preço das ações da sua empresa está abaixo de seu real valor” também apresentou um alto grau de concordância (79,03%). Na amostra segmentada, o grau de concordância foi significativamente maior entre os executivos com remuneração baseada no lucro. Considerando que esses executivos evitam recomprar ações como visto em respostas anteriores, a recompra de ações dessas empresas deve ser um forte sinalizador de que o mercado não está avaliando corretamente o valor da ação da empresa. Essa sinalização também é reforçada pelo fato de a maioria dos executivos tratar a recompra de ações como investimento e não como distribuição de caixa aos acionistas.

4.5. Custos de agência e a política de dividendos

Foi perguntado aos executivos qual é a alternativa de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista; para todos eles, o dividendo é a forma mais indicada seguido pelo JSCP. Os resultados são apresentados na tabela 15.

	Nac. P. Física	Nac. P. Jurídica	Nac. Inst.	Est. P. Fís.	Est. P. Jur.	Est. Inst.	Controlador
Dividendos	76,67	56,67	51,67	70,00	56,67	53,33	58,33
Juros sobre capital próprio	21,67	38,33	35,00	18,33	28,33	28,33	33,33
Recompra de ações	0,00	3,33	5,00	1,67	3,33	3,33	3,33
Bonificação	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Desdobramento	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Valorização da ação	1,67	1,67	8,33	10,00	11,67	15,00	5,00
redução do capital	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Tabela 15 - alternativa de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista.

Para verificar se há um conflito de agência entre o acionista controlador e os demais acionistas foram comparadas a alternativa mais indicada ao controlador e a forma de pagamento preferencial dos dividendos obrigatórios. Os resultados estão apresentados na tabela 16.

Na situação em que a forma mais indicada de distribuição de lucro é o dividendo, o acionista controlador é o que tem a maior proporção (77,14%) de dividendos como forma preferencial de distribuição dos dividendos obrigatórios. Todavia essa diferença não é significativa, e é próxima da proporção encontrada para o acionista nacional institucional que obteve a pior proporção (70,97%).

Na situação em que a forma mais indicada de distribuição de lucro é o JSCP o acionista controlador obteve apenas a quarta maior proporção (65,00%) de JSCP como forma preferencial de distribuição dos dividendos obrigatórios, proporção essa bem abaixo da obtida pelo acionista pessoa física nacional (84,62%). Apesar da grande diferença, ela não é significativa.

Tipo de acionista	forma de distribuição mais indicada	% da distribuição preferencial de lucros igual a forma mais indicada ao acionista
Nac. P. Física	dividendo	71,74
	juros sobre capital próprio	84,62
Nac. P. Jurídica	dividendo	73,53
	juros sobre capital próprio	68,18
Nac. Inst.	dividendo	70,97
	juros sobre capital próprio	61,90
Est. P. Fís.	dividendo	71,43
	juros sobre capital próprio	72,73
Est. P. Jur.	dividendo	73,53
	juros sobre capital próprio	58,82
Est. Inst.	dividendo	75,00
	juros sobre capital próprio	64,71
Controlador	dividendo	77,14
	juros sobre capital próprio	65,00

Tabela 16 - comparação da distribuição preferencial de dividendos com forma mais indicada ao acionista.

Dessa forma, não há indícios de conflito de agência entre acionista controlador e acionista minoritário quanto à forma de distribuição de dividendos.

A afirmação “A distribuição de lucro é uma forma de reduzir excesso de caixa na sua empresa” apresentou um baixo índice de concordância (40,00%) e apresentou diferença significativa apenas no segmento oportunidade de crescimento, sendo maior a concordância entre as empresas em crescimento.

Poucos executivos (28,13%) concordam com a afirmação “A distribuição de dividendos e conseqüente redução de caixa é prejudicial para a sua empresa”, ou seja, apesar de reduzir o caixa da empresa, a maioria dos respondentes acreditam que a política de dividendos é positiva para a empresa.

É interessante notar que as empresas em crescimento não devem apresentar excesso de caixa, pois devem necessitar do caixa gerado para financiar novos investimentos. Os executivos de empresas com baixo crescimento as quais, portanto, devem ter excesso de caixa desnecessário, não concordam com a afirmação, o que sugere um conflito de agência entre gestores e acionistas.

O possível conflito de agência entre administração e acionista também transpareceu em diversas (utilização de recompra de ações, percentual relativo da recompra de ações em relação demais distribuições, frequência da distribuição de lucros) diferenças significativas entre respostas de executivos com remuneração baseada no lucro e de executivos com remuneração baseada no valor da ação.

A recompra de ações é muito mais freqüente e representa a maior parte da remuneração dos acionistas nas empresas que remuneram seus executivos com base no valor da ação, enquanto que a distribuição

de lucro é muito mais freqüente nas empresas que remuneram seus executivos com base no valor da ação (tabelas 6 e 7).

Entre os executivos, 63,93% deles concordam que a recompra de ações é benéfica para os acionistas de sua empresa, e apesar de a diferença não ser significativa, os executivos com remuneração baseada no lucro apresentaram grau de concordância maior do que os executivos com remuneração baseada no valor da ação. Esse é um forte indício de conflito de agência, pois os executivos com remuneração baseada no lucro não praticam uma alternativa que eles consideram benéfica aos acionistas.

A distribuição anual de lucros é o padrão para 76,92% das empresas que remuneram seus executivos com base no lucro e apenas 45,45% das empresas que remuneram seus executivos com base no valor da ação (tabela 8).

4.6. Ciclo de vida da empresa e a política de dividendos

Os dois principais fatores citados pelos executivos como mais importantes para a definição da política de dividendos são geração de caixa (83,04%) e investimentos futuros (54,77%). Essas duas variáveis estão correlacionadas com o ciclo de vida das empresas; portanto o ciclo de vida da empresa aparenta ser relevante na definição da política de dividendos da empresa. Nenhuma dessas variáveis apresentou diferença significativa nas amostras segmentadas.

A afirmação “O nível de endividamento de sua empresa não afeta a distribuição de lucros” apresentou baixo grau de concordância (29,03%), o que é mais um indício de que o ciclo de vida da empresa é relevante para a política de dividendos da empresa.

“Empresas com geração de caixa estável têm *payout* (índice dividendos / lucro líquido) maior que a média do mercado” não teve um alto grau de concordância (51,61%), mas a concordância com ela foi significativamente maior entre as empresas do setor elétrico e em empresas em crescimento.

O setor elétrico é provavelmente o setor com geração de caixa mais estável e seus executivos concordam com a afirmação. As empresas em crescimento devem apresentar geração de caixa mais instável que as demais empresas e seus executivos também concordam com a afirmação.

A concordância destes dois grupos de executivos sugere que o ciclo de vida é relevante na definição da política de dividendos. Estes dois grupos são representativos nesta questão, pois são executivos que se beneficiam da estabilidade da geração de caixa ou são executivos que sofrem com a instabilidade da geração de caixa.

A afirmação “Na sua empresa, a definição de distribuição de lucros é independente da decisão de investimentos” teve baixo índice de concordância (28,13%) o que está coerente com as respostas anteriores. Os dividendos dependem da necessidade de investimento da empresa e portanto estão correlacionados com o ciclo de vida da empresa.

4.7. Fatores analisados e a política de dividendos

Segundo os respondentes, os três principais fatores analisados para determinar a distribuição de lucros são: geração de caixa (83,04%), investimentos futuros (54,77%) e lucro líquido (53,00%). O fator lucro líquido teve sua participação reduzida por existir também a alternativa lucro líquido ajustado, selecionada por 40,64% dos respondentes, sendo que apenas 8,70% dos executivos que selecionaram lucro líquido ajustado também apontaram o lucro líquido como fator importante, assim, se analisados de forma conjunta, lucro líquido e lucro líquido ajustado e excluindo as respostas duplicadas, esse torna-se o fator analisado mais citado pelos executivos (90,10%).

A maioria dos respondentes (86,79%) considera o lucro líquido/lucro líquido ajustado atual importante para a definição dos dividendos. Já em relação à geração de caixa, há um equilíbrio entre a geração atual (51,06%) e a expectativa futura de geração de caixa (46,81%). Em relação aos investimentos a expectativa futura é a mais importante para 83,87% dos respondentes.

As amostras segmentadas não apresentaram nenhuma diferença significativa. Os resultados estão apresentados na tabela 17. Outros fatores citados são expectativa do controlador, fluxo de caixa, endividamento, plano de investimentos e capital de giro. Fatores externos à empresa também podem afetar a política de dividendos. Nenhuma das alternativas apresentadas foi citada por mais de 50% dos respondentes. O destaque ficou para taxa de juros nacional, expectativa dos investidores em relação ao crescimento da empresa e variação do câmbio.

Dentre esses três fatores, somente variação do câmbio apresentou diferença significativa em amostras segmentadas. A principal diferença significativa ocorreu na segmentação por remuneração dos executivos. Empresas que remuneram seus executivos com base no lucro consideram a variação do câmbio muito mais importante do que as empresas que remuneram seus executivos com base no valor da ação. A variação do câmbio também é mais importante para empresas de baixa lucratividade e alto *dividend payout*. Os resultados estão apresentados na tabela 18. Outros fatores foram poucos citados, sendo eles situação do mercado, existência de crédito para os clientes, pouca relevância de variáveis externas e crescimento da economia.

		geração de caixa	investimentos futuros	lucro líquido	necessidade de caixa	lucro líquido ajustado	geração de riqueza para o acionista	dividendos esperados pelos acionista
Total (%)		83,04	54,77	53,00	44,17	40,64	40,64	40,64
média		2,53	2,94	2,00	2,56	1,52	3,26	3,57
Período	atual	51,06	16,13	86,67	28,00	86,96	47,83	60,87
	anterior	2,13	0,00	6,67	0,00	13,04	0,00	13,04
	futuro	46,81	83,87	3,33	72,00	0,00	52,17	26,09
endividamento	alto	15,71	10,71	10,00	7,86	7,86	8,57	9,29
	baixo	17,48	11,19	11,19	9,79	8,39	7,69	6,99
tamanho	grande	16,55	11,03	8,97	7,59	11,03	7,59	7,59
	pequena	16,67	10,87	12,32	10,14	5,07	8,70	8,70
lucratividade	alta	17,39	11,59	13,04	10,14	5,80	9,42	7,25
	baixa	15,86	10,34	8,28	7,59	10,34	6,90	8,97
oportunidade de crescimento	crescimento	18,06	9,72	10,42	8,33	8,33	9,03	8,33
	não - crescimento	15,11	12,23	10,79	9,35	7,91	7,19	7,91
dividend yield	alto	15,65	9,52	12,24	7,48	8,16	8,84	10,20
	baixo	17,65	12,50	8,82	10,29	8,09	7,35	5,88
dividend payout	alto	16,00	10,67	8,00	10,00	10,00	8,67	8,00
	baixo	17,29	11,28	13,53	7,52	6,02	7,52	8,27
liquidez	alta	17,24	11,72	9,66	9,66	8,28	8,97	7,59
	baixa	15,94	10,14	11,59	7,97	7,97	7,25	8,70
nível de governança	IGC	17,42	11,80	11,24	8,99	6,74	8,43	7,30
	não IGC	15,24	9,52	9,52	8,57	10,48	7,62	9,52
setor	elétrico	20,00	7,27	9,09	5,45	10,91	5,45	5,45
	outros	15,79	11,84	10,96	9,65	7,46	8,77	8,77
conselho administração	minoritários	16,48	11,36	9,66	7,39	9,09	7,39	7,95
	só controlador	16,82	10,28	12,15	11,21	6,54	9,35	8,41
conselho fiscal	instalado	16,28	11,63	9,30	7,56	8,72	8,14	7,56
	não instalado	17,12	9,91	12,61	10,81	7,21	8,11	9,01
preocupação com acionista	apimec	17,73	11,33	11,33	8,87	7,39	7,88	7,39
	sem apimec	13,75	10,00	8,75	8,75	10,00	8,75	10,00
cargo	diretoria	14,15	11,32	9,43	10,38	9,43	7,55	6,60
	gerência	19,05	11,90	7,14	7,14	4,76	11,90	11,90
idade	mais velho	15,70	11,57	9,09	7,44	11,57	7,44	7,44
	mais novo	19,05	11,90	7,14	7,14	4,76	11,90	11,90
tempo de empresa	mais tempo	14,04	10,53	11,40	8,77	11,40	7,02	6,14
	menos tempo	19,05	11,90	7,14	7,14	4,76	11,90	11,90
formação	pós-graduação	15,15	10,10	12,12	9,09	8,08	9,09	10,10
	graduação	19,23	9,62	5,77	5,77	7,69	13,46	9,62
remuneração	lucro	15,38	13,46	5,77	7,69	11,54	11,54	9,62
	valor da ação	18,25	13,49	11,90	11,11	8,73	6,35	4,76

Tabela 17 - Principais fatores analisados para determinar a distribuição de lucros.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

média: 1, 2, 3 representa mais importante, segunda mais importante e terceira mais importante respectivamente.

A afirmação “Na sua empresa, a geração de caixa é mais importante que o lucro para a definição da política de dividendos” não apresentou uma tendência comum de concordância entre os respondentes; 48,39% dos executivos concordaram com ela, ou seja, entre os dois principais fatores determinantes para a distribuição de lucros, não há nenhum que se destaca. A geração de caixa é significativamente mais importante nas empresas com maior lucratividade.

A taxa de juros nacional foi o fator externo analisado para a definição do pagamento de dividendos mais citado pelos executivos, mas apenas 14,04% deles concordaram com “A sua empresa considera o aumento do endividamento para financiar a distribuição de caixa aos acionistas em momentos que as taxas de juros do mercado são atrativas”.

	Varição do câmbio	Custo de insumos	Expectativa do mercado em relação ao crescimento do PIB	Expectativa dos investidores em relação ao crescimento da empresa	Taxa de juros nacional	Taxa de juros internacional	Valorização das ações em bolsa	Carga tributária	
Total (%)	41,32	32,34	35,93	41,32	46,71	16,17	30,54	34,13	
média	2,09	2,00	1,90	1,96	1,92	2,44	1,88	2,00	
endividamento	alto	38,71	29,03	35,48	38,71	45,16	12,90	32,26	25,81
	baixo	35,48	29,03	29,03	35,48	38,71	16,13	22,58	35,48
tamanho	grande	35,48	22,58	22,58	45,16	32,26	9,68	38,71	35,48
	pequena	38,71	35,48	41,94	29,03	51,61	19,35	16,13**	25,81
lucratividade	alta	16,13	16,13	35,48	29,03	45,16	6,45	22,58	38,71
	baixa	58,06***	41,94**	29,03	45,16	38,71	22,58*	32,26	22,58
oportunidade de crescimento	crescimento	35,48	19,35	35,48	38,71	38,71	16,13	29,03	29,03
	não - crescimento	38,71	38,71*	29,03	35,48	45,16	12,90	25,81	32,26
dividend yield	alto	41,94	25,81	35,48	41,94	38,71	9,68	25,81	29,03
	baixo	32,26	32,26	29,03	32,26	45,16	19,35	29,03	32,26
dividend payout	alto	48,39	25,81	29,03	38,71	32,26	9,68	29,03	32,26
	baixo	25,81*	32,26	35,48	35,48	51,61	19,35	25,81	29,03
liquidez	alta	29,03	22,58	29,03	38,71	35,48	9,68	35,48	35,48
	baixa	45,16	35,48	35,48	35,48	48,39	19,35	19,35	25,81
nível de governança	IGC	31,71	31,71	34,15	36,59	39,02	12,20	29,27	26,83
	não IGC	47,62	23,81	28,57	38,10	47,62	19,05	23,81	38,10
setor	elétrico	27,27	18,18	45,45	36,36	63,64	9,09	36,36	45,45
	outros	39,22	31,37	29,41	37,25	37,25	15,69	25,49	27,45
conselho administração	minoritários	35,90	35,90	35,90	33,33	46,15	12,82	23,08	30,77
	só controlador	39,13	17,39	26,09	43,48	34,78	17,39	34,78	30,43
conselho fiscal	instalado	36,11	36,11	27,78	41,67	36,11	13,89	33,33	38,89
	não instalado	38,46	19,23	38,46	30,77	50,00	15,38	19,23	19,23*
preocupação com acionista	apimec	32,61	28,26	30,43	36,96	41,30	10,87	30,43	30,43
	sem apimec	50,00	31,25	37,50	37,50	43,75	25,00	18,75	31,25
cargo	diretoria	36,36	27,27	27,27	45,45	40,91	9,09	27,27	18,18
	gerência	40,00	30,00	33,33	33,33	46,67	13,33	26,67	46,67**
idade	mais velho	40,00	32,00	36,00	40,00	40,00	16,00	24,00	36,00
	mais novo	37,04	25,93	25,93	37,04	48,15	7,41	29,63	33,33
tempo de empresa	mais tempo	36,00	24,00	24,00	36,00	44,00	12,00	24,00	40,00
	menos tempo	40,74	33,33	37,04	40,74	44,44	11,11	29,63	29,63
formação	pós-graduação	39,13	47,83	34,78	30,43	39,13	8,70	30,43	34,78
	graduação	40,74	14,81**	29,63	40,74	44,44	14,81	18,52	37,04
remuneração	lucro	66,67	50,00	16,67	41,67	33,33	16,67	25,00	41,67
	valor da ação	27,27**	22,73	50,00**	45,45	68,18*	9,09	22,73	27,27

Tabela 18 - Principais fatores externos à empresa analisados para determinar a distribuição de lucros.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

média: 1, 2, 3 representa mais importante, segunda mais importante e terceira mais importante respectivamente.

O preço da ação tem pouca influência na política de dividendos; 75,81% dos executivos concordam com “O preço da ação da sua empresa na bolsa de valores não afeta a distribuição de lucros aos acionistas”. Mas as crises na bolsa parecem afetar a distribuição de dividendos, pois somente 43,75% dos executivos concordam com “A distribuição de lucros da sua empresa não é afetada por crises no mercado acionário”. A menor média de concordância com essa afirmativa ocorre entre os executivos remunerados com base no valor da ação. A diferença é significativa a 10%. Essa diferença também é significativa entre as segmentações por tamanho e lucratividade, sendo que o nível de concordância é maior entre as empresas menores e mais lucrativas.

4.8. Responsáveis pela decisão

A proposta de dividendos não tem um responsável que se destaque. As respostas se dividiram entre diretor financeiro (27,42%), conselho de administração (24,19%) e executivos da empresa (24,19%). A

principal diferença significativa entre as amostras ocorreu na segmentação por cargo. 50,00% dos gerentes consideram que a proposta é do diretor financeiro, enquanto apenas 9,09% dos diretores apontaram o diretor financeiro.

Segundo os diretores, o principal responsável pela proposta dos dividendos é o conselho de administração (31,82%). Este resultado sugere que em muitas empresas a proposta é anunciada pelo diretor dando a impressão de que a decisão foi dele, mas na verdade, o diretor financeiro considera que a decisão seja de outro. Os resultados são apresentados na tabela 19.

		executivos da empresa	Diretor de RI	Diretor financeiro	Conselho de administração	Assembléia de acionistas	Tesouraria	Controlador	Outros
Total (%)		24,19	11,29	27,42	24,19	3,23	3,23	1,61	4,84
endividamento	alto	32,26	12,90	19,35	25,81	3,23	3,23	0,00	3,23
	baixo	16,13	9,68	35,48	22,58	3,23	3,23	3,23	6,45
tamanho	grande	25,81	12,90	29,03	22,58	3,23	0,00	0,00	6,45
	pequena	22,58	9,68	25,81	25,81	3,23	6,45	3,23	3,23
lucratividade	alta	29,03	12,90	29,03	25,81	0,00	0,00	0,00	3,23
	baixa	19,35	9,68	25,81	22,58	6,45	6,45	3,23	6,45
oportunidade de crescimento	crescimento	25,81	12,90	29,03	25,81	3,23	3,23	0,00	0,00
	não - crescimento	22,58	9,68	25,81	22,58	3,23	3,23	3,23	9,68*
dividend yield	alto	29,03	9,68	32,26	22,58	0,00	3,23	0,00	3,23
	baixo	19,35	12,90	22,58	25,81	6,45	3,23	3,23	6,45
dividend payout	alto	22,58	12,90	32,26	22,58	3,23	0,00	0,00	6,45
	baixo	25,81	9,68	22,58	25,81	3,23	6,45	3,23	3,23
liquidez	alta	25,81	16,13	32,26	19,35	0,00	0,00	0,00	6,45
	baixa	22,58	6,45	22,58	29,03	6,45	6,45	3,23	3,23
nível de governança	IGC	29,27	12,20	26,83	21,95	0,00	2,44	2,44	4,88
	não IGC	14,29	9,52	28,57	28,57	9,52**	4,76	0,00	4,76
setor	elétrico	18,18	27,27	36,36	0,00	9,09	0,00	0,00	9,09
	outros	25,49	7,84*	25,49	29,41**	1,96	3,92	1,96	3,92
conselho administração	minoritários	28,21	15,38	28,21	17,95	2,56	0,00	2,56	5,13
	só controlador	17,39	4,35	26,09	34,78	4,35	8,70*	0,00	4,35
conselho fiscal	instalado	27,78	16,67	25,00	19,44	2,78	2,78	0,00	5,56
	não instalado	19,23	3,85	30,77	30,77	3,85	3,85	3,85	3,85
preocupação com acionista	apimec	28,26	10,87	30,43	19,57	2,17	2,17	2,17	4,35
	sem apimec	12,50	12,50	18,75	37,50	6,25	6,25	0,00	6,25
cargo	diretoria	22,73	9,09	9,09	31,82	4,55	9,09	4,55	9,09
	gerência	20,00	13,33	50,00***	13,33	0,00	0,00*	0,00	3,33
idade	mais velho	20,00	12,00	20,00	28,00	4,00	4,00	4,00	8,00
	mais novo	22,22	11,11	44,44*	14,81	0,00	3,70	0,00	3,70
tempo de empresa	mais tempo	28,00	8,00	20,00	24,00	4,00	8,00	0,00	8,00
	menos tempo	14,81	14,81	44,44*	18,52	0,00	0,00	3,70	3,70
formação	pós-graduação	21,74	13,04	26,09	21,74	4,35	4,35	4,35	4,35
	graduação	22,22	11,11	40,74	22,22	0,00	3,70	0,00	0,00
remuneração	lucro	25,00	16,67	33,33	16,67	8,33	0,00	0,00	0,00
	valor da ação	27,27	13,64	22,73	13,64	0,00	9,09	4,55	9,09

Tabela 19 - Responsável pela proposta de distribuição de dividendos.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Em relação à definição da política de dividendos, a maioria considera que essa é uma decisão do conselho de administração (61,29%), seguido de longe pela AGO (16,13%). A principal diferença significativa ficou entre a segmentação pelo *dividend yield*. Nas empresas de baixo *dividend yield*, o conselho de administração tem sua participação reduzida e a AGO cresce. Os resultados são apresentados na tabela 20.

	executivos da empresa	Diretor de RI	Diretor financeiro	Conselho de administração	Assembléia de acionistas	Tesouraria	Controlador	Outros	
Total (%)	4,84	1,61	1,61	61,29	16,13	0,00	8,06	6,45	
endividamento	alto	6,45	0,00	0,00	67,74	12,90	0,00	6,45	6,45
	baixo	3,23	3,23	3,23	54,84	19,35	0,00	9,68	6,45
tamanho	grande	6,45	0,00	3,23	64,52	12,90	0,00	3,23	9,68
	pequena	3,23	3,23	0,00	58,06	19,35	0,00	12,90	3,23
lucratividade	alta	0,00	0,00	3,23	67,74	19,35	0,00	3,23	6,45
	baixa	9,68*	3,23	0,00	54,84	12,90	0,00	12,90	6,45
oportunidade de crescimento	crescimento	6,45	3,23	3,23	61,29	12,90	0,00	9,68	3,23
	não - crescimento	3,23	0,00	0,00	61,29	19,35	0,00	6,45	9,68
dividend yield	alto	3,23	0,00	0,00	80,65	6,45	0,00	3,23	6,45
	baixo	6,45	3,23	3,23	41,94***	25,81**	0,00	12,90	6,45
dividend payout	alto	3,23	0,00	0,00	67,74	12,90	0,00	6,45	9,68
	baixo	6,45	3,23	3,23	54,84	19,35	0,00	9,68	3,23
liquidez	alta	6,45	0,00	3,23	64,52	12,90	0,00	3,23	9,68
	baixa	3,23	3,23	0,00	58,06	19,35	0,00	12,90	3,23
nível de governança	IGC	4,88	2,44	2,44	65,85	14,63	0,00	4,88	4,88
	não IGC	4,76	0,00	0,00	52,38	19,05**	0,00	14,29	9,52
setor	elétrico	0,00	0,00	0,00	63,64	9,09	0,00	9,09	18,18
	outros	5,88	1,96*	1,96	60,78**	17,65	0,00	7,84	3,92
conselho administração	minoritários	5,13	2,56	2,56	61,54	12,82	0,00	7,69	7,69
	só controlador	4,35	0,00	0,00	60,87	21,74	0,00*	8,70	4,35
conselho fiscal	instalado	5,56	2,78	2,78	66,67	11,11	0,00	2,78	8,33
	não instalado	3,85	0,00	0,00	53,85	23,08	0,00	15,38	3,85
preocupação com acionista	apimec	2,17	2,17	2,17	65,22	17,39	0,00	4,35	6,52
	sem apimec	12,50	0,00	0,00	50,00	12,50	0,00	18,75	6,25
cargo	diretoria	4,55	0,00	0,00	54,55	18,18	0,00	13,64	9,09
	gerência	6,67	3,33	0,00***	56,67	20,00	0,00*	6,67	6,67
idade	mais velho	8,00	4,00	0,00	44,00	24,00	0,00	12,00	8,00
	mais novo	3,70	0,00	0,00*	66,67	14,81	0,00	7,41	7,41
tempo de empresa	mais tempo	8,00	0,00	0,00	52,00	20,00	0,00	12,00	8,00
	menos tempo	3,70	3,70	0,00*	59,26	18,52	0,00	7,41	7,41
formação	pós-graduação	13,04	4,35	0,00	34,78	34,78	0,00	4,35	8,70
	graduação	0,00	0,00	0,00	77,78	7,41	0,00	14,81	0,00
remuneração	lucro	8,33	8,33	8,33	50,00	25,00	0,00	0,00	0,00
	valor da ação	4,55	0,00	0,00	59,09	13,64	0,00	13,64	9,09

Tabela 20 - Responsável pela definição da distribuição de dividendos.

***, **, * diferença significativa a 1%, 5% e 10% respectivamente.

4.9. Limitações da pesquisa

Os resultados analisados nesta pesquisa precisam levar em consideração as seguintes limitações: amostra, questionário e respostas.

A população pesquisada é pequena, conseqüentemente, a amostra obtida de 65 respostas, apesar do bom índice de retorno (18,1%) também é pequena. Não foi encontrado indícios de viés do não respondente, mas a amostra é não probabilística.

O questionário permitiu identificar diversas etapas do processo decisório da distribuição de lucros no Brasil, assim como fatores que influenciam esse processo. Todavia, para conhecimento mais profundo do processo, somente o questionário não é suficiente.

As respostas foram espontâneas e não há motivo para não acreditar na sinceridade das mesmas, mas não é possível ter certeza que as respostas foram verdadeiras. Além disso, os questionários foram respondidos durante uma das maiores crises financeiras das últimas décadas. Essa situação pode ter afetado as respostas.

5. Conclusões

Esta pesquisa analisou o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa. No Brasil, a Lei diz que a decisão sobre os dividendos é da AGO, mas na prática, não temos conhecimento de nenhum caso em que a AGO modificou a decisão já recomendada. A decisão sobre dividendos no Brasil é do conselho de administração e da administração da empresa. Isso provavelmente é consequência da estrutura de controle concentrada em poucos acionistas.

As duas principais formas de distribuição de lucro são os dividendos e JSCP, ambos citados por mais de 90% dos respondentes. A surpresa em relação essas duas formas de distribuição de lucro é elas não terem sido citadas em 100% dos questionários, já que são instrumentos claros de distribuição de lucro.

A recompra de ações, principal alternativa aos dividendos segundo a teoria, é considerada por poucos como uma forma de distribuição de lucro aos acionistas. Os executivos mais jovens e com pós-graduação são os que mais consideram a recompra de ações como forma de distribuição de lucros. Todavia, não cresceu entre esses novos executivos a percepção de que a recompra de ações pode aumentar a tributação dos acionistas de sua empresa. Talvez isso seja um reflexo de que os jovens executivos estão aprendendo novas teorias em seus cursos de pós-graduação, mas elas não estão sendo analisadas sob a realidade brasileira.

A valorização da ação é a forma alternativa de distribuição de lucro mais considerada pelos executivos. Mesmo não dependendo diretamente de uma ação da empresa e nem ser consequência de uma transferência de recursos da empresa para o acionista, a valorização da ação foi muito mais citada que a recompra de ações.

Os principais fatores analisados para a definição dos dividendos são lucro líquido (ajustado ou não) e geração de caixa. O lucro líquido era esperado, pois a legislação brasileira obriga a distribuição mínima de dividendos de um percentual do lucro líquido ajustado. A geração de caixa, também não é uma surpresa, pois para distribuir caixa, a empresa precisa gerar caixa. Interessante notar que praticamente a metade dos executivos que citam a geração de caixa, se refere à expectativa futura e a outra metade considera a geração de caixa do período. Desta forma, pode ser possível utilizar a distribuição de lucros como sinalizador de expectativa de geração de caixa.

Em relação aos fatores externos à empresa nota-se que há uma preocupação com em atender a expectativa dos acionistas e uma preocupação com variáveis que afetam principalmente o resultado financeiro, variação do câmbio e taxa de juros.

Os dividendos são definitivamente relevantes para os executivos brasileiros, mas não há um consenso se afeta o valor da empresa no curto ou longo prazo. Possivelmente estes executivos perceberam a importância dos dividendos, mas ainda não sabem exatamente utilizar os dividendos como uma ferramenta de criação de valor.

Apesar do desejo de criar valor, os executivos nem sempre adotam a política de dividendos que maximiza a riqueza do acionista e pouco se preocupam com o planejamento tributário do seu acionista. Por outro lado, há indícios de que os interesses próprios dos executivos têm influência na política de dividendos no Brasil. Práticas que valorizam a ação são muito mais adotadas por empresas que remuneram seus administradores com base no valor das ações, enquanto firmas que utilizam o lucro como base de remuneração variável para os planos de incentivos aos seus executivos favorecem políticas de dividendos que aumentam o lucro líquido.

A questão tributária, tão citada na teoria, é muito importante no âmbito da empresa. O JSCP é amplamente utilizado, mas a mesma preocupação não existe no âmbito do acionista.

A política de dividendos tem uma relação direta com o ciclo de vida da empresa, dependendo do endividamento, investimento e geração de caixa.

Sugere-se para futuras pesquisas o envio do mesmo questionário para membros do conselho de administração da empresa para comparar a visão da administração (que elabora a proposta de dividendos) com a visão do conselho de administração (que aprova a proposta).

Outro ponto que poderia ser desenvolvido é um novo questionário abordando aspectos comportamentais e motivacionais do processo decisório da política de dividendos.

O possível conflito de agência entre gestores e acionistas decorrente da forma de remunerar os executivos merce um estudo mais profundo.

6. Referências Bibliográficas

- AGNES, Maíque Pereira. **Sinalização com Dividendos em um Ambiente Sem Impostos: Evidências do Brasil**. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul: PPGA - Contabilidade e Finanças, 2005.
- ALLEN, Franklin e MICHAELY, Roni. **Payout Policy**. Social Science Research Network Electronic Library, Working Paper, abr. 2002.
- AMIHUD, Yakov; MURGIA, Maurizio. Dividend, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany, **Journal of Finance**, 1997, 397-408.
- APICELLA, Vincent. Stock Focus: Dividend-Paying Growth Companies. **Forbes.com**, 2001. <http://www.forbes.com/2001/05/21/0521dsf.html>
- ARNOTT, Robert D. e ASNESS, Clifford S. Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. **Financial Analysts Journal**, v. 59, n. 1, 2003.
- ASSAF N., Alexandre . **Finanças Corporativas e Valor**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007. v. 1. 716 p.
- BAKER, H., GALLAGHER, P., MORGAN, K. Management's view of stock repurchases program. **Journal of Financial Research**, v. 3 pp.233-47, 1981.
- BAKER, H. K.; FARRELLY, G. E.; EDELMAN, Richard B. A Survey of Management Views on Dividend Policy. **Financial Management**, v. 14, p. 78-85, 1985.
- BAKER, H. K.; POWELL, G. E. How corporate managers view dividend policy. **Quarterly Journal of Business and Economics**, n.38(2): 17-36, Spring 1999.
- BAKER, H. K.; VEIT, POWELL, G. E.. Factors influencing dividend policy decisions of Nasdaq Firms. **The Financial Review**, v. 38, pp. 19-38. 2001.
- BAKER, H. K., POWELL, G. E., e VEIT, E. T. Why companies use open-market repurchases: A managerial perspective. **Quarterly Review of Economics and Finance**, v. 43, n.3, pp. 483-504. 2003.
- BAKER, H. K.; MUKHERJEE, Tarun K. e PASKELIAN, O. G. How Norwegian Managers View Dividend Policy. **Global Finance Journal**, v. 17, pp. 155-176, 2006.
- BAKER, H.K., SAADI, S., DUTTA, S., and GANDHI, D. The Perception of Dividends by Canadian Managers: New Survey Evidence. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, pp. 70-91, 2007.
- BALBINOTTI, M. A. A., BENETTI, C. e TERRA, P. R. S. Translation and Validation of the Graham-Harvey Survey for the Brazilian Context.. **International Journal of Managerial Finance**, v. 3, p. 26-48, 2007.
- BATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information Dividend Policy, and The Bird in Hand Fallacy, **Bell Journal of Economics**, v. 10, n.1, 259-270, 1979.
- BENARTZI, Shlomo MICHAELY, Roni e THALER , Richard H.. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? **Journal of Finance**, v. 52, n. 3, p.1007-1034, 1997.
- BENETTI, C.; DECOURT, R. F. ; TERRA, P. R. S. The Practice of Corporate Finance in an Emerging Market: Preliminary Evidence from the Brazilian Survey.. In: Annual Meeting of the Financial Management Association, 2007, Tampa. Proceedings of the Annual Meeting of the Financial Management Association 2007, 2007.
- BLACK, Fischer. The Dividend Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, n.2, p.5-8, 1976.
- BLACK, Fischer. Why Firms Pay Dividends. **Financial Analysts Journal**, 46, p. 5. 1990.

- BRAV, Alon, GRAHAM, John R, HARVEY, Campbell R. e MICHAELY, Roni, Payout Policy in the 21st Century (June 14, 2004). **Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper**. <http://ssrn.com/abstract=571046>
- BRENNAN, Michael Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy, **National Tax Journal**, v. 23, p. 417-427, 1970.
- CAMAROTTO, Murillo e Torres, Fernando. Distribuição de lucros cresce em plena crise. **Jornal Valor Econômico**. 29/01/2009.
- CARNIER, Theo. A renda vai para o bolso do aplicador. **Revista Bovespa**, v. 94, abr/jun, 2005.
- CHEE, D.C.V.; HASSAN, S. Dividend Policy: A Survey of Malaysian Public Listed Companies and Security Analysts. In **Sixteenth Asian Finance Association Conference**, Kuala Lumpur, Malaysia, 2005.
- CHEROBIM, A. P. M. S.; ANDRADE, Erasmo Jorge Pilz. The use of dividend policy as an instrument to reduce agency costs in brazilian capital market. In: V Encuentro de Finanzas, 2005, Santiago – Chile
- COPELAND, Thomas E., WESTON, J. Fred e SHASTRI, Kuldeep. **Financial Theory and Corporate Policy**, Fourth Edition, Addison-Wesley, USA, 2005.
- DEANGELO, Harry; DEANGELO, Linda e STULZ, Rene, M. **Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory**, 2004. <http://ssrn.com/abstract=766086>.
- DILLMAN, D. **Mail and Internet Surveys: The Tailored Design Method**. New York: Wiley & Sons. 2000.
- ELTON, E.J. e GRUBER, M.J. Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. **Journal of Economics and Statistics**, p.68-74, 1970.
- EASTERBROOK, Frank. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, 650-659, 1984.
- FAMA, EUGENE F. e FRENCH, Kenneth R., Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, pp3-43, 2001.
- FARIA, José Henrique de Faria. **Economia Política do Poder**. Curitiba: Juruá, 2003. Volume 3.
- FARRAR, Donald E. e SELWYN, Lee L. Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors, **National Tax Journal**, n. 20, p. 444-462, 1967.
- FRANKFURTER, George; KOSEDAG, Arman; SCHMIDT, Hartmut e TOPALOV, Mihail. The Perception of Dividends By Management, **The Journal of Psychology and Financial Markets**, v. 3, n. 4, 202-217, 2002.
- GAMEZ, Milton. Mais dinheiro na mão do acionista. **Revista Bovespa**, v. 98, abr/jun, 2006.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Harbra, 2004.
- GORDON, Myron. Dividends, Earnings and Stock Prices, **Review of Economics and Statistics**, v. 41, p. 99-105, 1959.
- GORDON, Myron. Optimal Investment and Financing Policy. **Journal of Finance** v.18, p. 264-272, 1963.
- GRAHAM, J. R. e HARVEY, C. R. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. **Journal of Financial Economics**, v.60, p.187-243, 2001.
- GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni e SWAMINATHAN, Bhaskaran. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? **Journal of Business**, v. 75, 387-424, 2002.

- HAUGEN, Robert A. **The Inefficient Stock Market**, New Jersey: Prentice Hall. 2000.
- HEINEBERG, Ricardo e PROCIANOY, Jairo Laser. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa, In **Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças**, São Paulo, 2003.
- IQUIPAZA, Robert A.; BRESSAN, Aureliano. A. e BARBOSA, Francisco V. **Dividendos: Plano Real, Imposto de Renda e Sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003**. In: V Encontro Brasileiro de Finanças, 2005, São Paulo. Anais do V Encontro Brasileiro de Finanças, 2005. v. Único. p. 1-17, 2005.
- JENSEN, Michael C., Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. **American Economic Review**, Vol. 76, No. 2, May 1986.
- KAHNEMAN, Daniel; Amos. Prospect Theory: an analysis of decision under risk. **Econometrica**, v. 47, p. 263-292, 1979.
- LEWELLEN, Wilbur G., KENNETH L. S., LEASE, Ronald C. e SCHLARBAUM, Gary G. Some Direct Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon. **Journal of Finance**, v. 33, p. 1385-1399, 1978.
- LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **American Economic Review**, v. 46, p.97-113, 1956.
- MALHOTRA, N. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. Porto Alegre: Bookman, 2004.
- MILLER, Merton; MODIGLIANI, Franco. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, **Journal of Business**, n. 34, p. 411-433, 1961.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction, **American Economic Review**, n. 53, p. 433-443, 1963.
- Mukherjee, T. K., Hingorani, V. L.. Capital Rationing Decisions os Fortune 500 Firms: a Survey. **Financial Practice and Education**, v. 9, p. 7-15. 1999.
- NESS JR, W. L.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, São Paulo, v. 36, n. 2, p. 89-102, 2001.
- NOVIS NETO, Jorge A. e SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v.38, n. 2, 2003.
- OLIVEIRA, J.A.L. **Uma contribuição ao estudo dos dividendos das companhias abertas no brasil: 1997-2001**. 2002. 86 f. Dissertação (mestrado em ciências contábeis) – Universidade de Brasília, Brasília, 2002.
- PARTINGTON, Graham H. Dividend policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence, **Journal of Business Finance and Accounting** v.12, p.531-542, 1985.
- PARTINGTON, Graham H. Variables influencing dividend policy in Australia: survey results, **Journal of Business Finance and Accounting** v.16, p.165-182, 1989.
- PAVINI, Angelo. Dividendo leva a melhor. **Jornal Valor Econômico**, 17/03/2005.
- PIETRO NETO, José. **A sinalização na política de distribuição de lucros: volatilidade, sentido do mercado e magnitude dos proventos**. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul: PPGA - Contabilidade e Finanças, 2006.
- PROCIANOY, Jairo L. e 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 L. **Os Conflitos de Agência entre Controladores e Minoritários nas Empresas Brasileiras Negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: Evidências através do Comportamento da Política de Dividendos após as Modificações Tributárias ocorridas entre 1988-1989**. Tese de doutorado. FEA-USP. 1994.

PROCIANOY, Jairo L. Dividendos e Tributação: O Que Aconteceu Após 1988-1989. **Revista de Administração (USP)**, São Paulo, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.

PROCIANOY, Jairo L. **A política de dividendos e o preço das ações**. In: Gyorgy Varga; Ricardo Leal. *Gestão de Investimentos e Fundos*. Rio de Janeiro: FCE, 2006.

PROCIANOY, J. L.; MOREIRA, Luis Fernando. **Open Market Stock Repurchases at São Paulo Stock Exchange - BOVESPA**. In: Harvey Arbeláez; Reid William Click. (Org.). *Latin American Financial Markets: Developments in Financial Innovations*. 1 ed. Oxford: ELSEVIER, 2004, v. 5, p. 345-363.

PROCIANOY, Jairo L. e VERDI, Rodrigo. O efeito Clientela no Mercado Brasileiro: Será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 1, n.2, 2003.

PROCIANOY, Jairo L. e VERDI, Rodrigo. Clientela em dividendos, novos elementos e novas questões: o caso brasileiro. **RAE-eletrônica**, vol. 8, n.1, 2009.

PROCIANOY, Jairo L. e VIEIRA, Kelmara M.. Reação dos Investidores a Bonificações e Desdobramentos: O Caso Brasileiro. **RAC. Revista de Administração Contemporânea**, Curitiba, v. 7, n. 2, p. 9-33, 2003.

PRUITT, Stephen W. e GITMAN, Laurence J. The Interactions between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. *The Financial Review* . v.26, n. 3, pp. 409-430. 1991.

ROE, Mark J. **Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance**. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1994.

ROZEFF, Michael S. Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios, **Journal of Financial Research**, n. 5, 249-259, 1982.

SAITO, R. Share Repurchase Mechanisms and Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from Brazil. In: XXV ENANPAD, 2001, Campinas. **Anais do XXV Enanpad**. Rio de Janeiro: Anpad, 2001.

SANTOS, A.G.Q.; FIRMINO, A.L.G.; BRUNI, A.L; MATSUMOTO, A.S. A Tributação e o Comportamento dos Preços das Ações nos Dias Ex-Dividendos e Ex-Jscp: uma análise empírica no Brasil. **Gestão.Org**, v. 2, n. 3, set./dez. 2004.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1997.

SÉNÈQUE, P. e GOURLAY, B. 1983. Dividend policy and practice in South Africa, **The Investment Analysts Journal**, v. 21, p.35–41, 2002.

SHEFRIN, H.M.e STATMAN, M. Explaining investor preference for cash dividends, **Journal of Financial Economics**, p. 253-282, 1984.

SHILLER, Robert J. **Human Behavior and the Efficiency of the Financial System**. Handbook of Macroeconomics, v. 1, edited by J.B. Taylor and M. Woodford, 1999.

SMART, Scott B., MEGGINSON, William L. e GITMAN, Lawrence J. **Corporate Finance**. Thomson South-Western, USA, 2004.

THALER, Richard H., The End of Behavioral Finance, **Financial Analysts Journal**, 1999.

THALER, Richard e SHEFRIN, H.M.. An Economic Theory of Self-Control. **Journal of Political Economy**, v. 89, p. 392, 1981.

VALADARES, Sílvia M. e LEAL, Ricardo P. C.. Ownership and control structure of Brazilian companies. **Abante**, Santiago, v. 3, n. 1, p. 29-56, 2000.

VIEIRA, K. M.; BECKER, J. L. **Modelagem de Equações Estruturais Aplicada à Splits: integrando as hipóteses de sinalização, liquidez e nível ótimo de preços**. In: XXXI Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, 2007, Rio de Janeiro. ANAIS XXXI ENANPAD, 2007.

WALTER, James E. Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise, **Journal of Finance** n. 18, p. 280-291, 1963.

WANSLEY, J.W.; LANE, W. e SARKAR, Sarkar, S. Managements view on share repurchase and tender offer premiums. **Financial Management** (Autumn), 97-110. 1989.

7. Anexos

7.1. Tabela questões de concordância

Afirmção	% de respondentes que concordam	média
A sua empresa reduziria os dividendos atuais se houvesse a expectativa de problemas com o fluxo de caixa no futuro.	85,48	4,24
Divulgar a política de dividendos a todos os acionistas é importante para a sua empresa.	85,00	4,43
A recompra de ações é um indicativo que o preço das ações da empresa está abaixo de seu real valor.	79,03	4,35
A política de dividendos da sua empresa é um instrumento de criação de valor ao acionista.	76,56	4,16
O preço da ação da sua empresa na bolsa de valores não afeta a distribuição de lucros aos acionistas.	75,81	4,11
O planejamento tributário da empresa é fundamental na decisão de distribuição de dividendos.	73,02	3,98
A recompra de ações é benéfica para os acionistas de sua empresa.	63,93	3,82
Na sua empresa qualquer distribuição de lucro depende de aprovação do acionista controlador.	62,90	3,82
Na sua empresa, a recompra de ações é tratada como uma decisão de investimento e não como distribuição de lucro.	60,00	3,84
A recompra de ações não provoca um custo fiscal ao acionista.	56,60	3,81
Empresas com geração de caixa estável têm payout (dividendos / lucro líquido) maior que a média do mercado.	51,61	3,60
A empresa busca sempre a melhor política de dividendos para o acionista, independente da preferência dos acionistas em relação aos dividendos.	50,00	3,55
Na sua empresa, depois de definido o montante do lucro a ser distribuído aos acionistas, a decisão de como distribuí-lo é dos executivos.	48,39	3,42
Na sua empresa, a geração de caixa é mais importante que o lucro para a definição da política de dividendos.	48,39	3,44
A distribuição de lucros da sua empresa não é afetada por crises no mercado acionário.	43,75	3,17
A distribuição de lucro é uma forma de reduzir excesso de caixa na sua empresa.	40,00	3,05
O efeito da política de dividendos no valor de sua empresa é maior no curto prazo do que no longo prazo.	32,20	3,03
A atual política de dividendos da sua empresa não maximiza a riqueza dos acionistas, mas é a que eles desejam.	30,51	2,69
O nível de endividamento de sua empresa não afeta a distribuição de lucros.	29,03	2,56
A definição de distribuição de lucros é independente da decisão de investimentos.	28,57	2,43
A distribuição de dividendos e consequente redução de caixa é prejudicial para a sua empresa.	28,13	2,80
A empresa considera o aumento do endividamento para financiar a distribuição de caixa aos acionistas em momentos que as taxas de mercados são atrativas.sua	18,33	2,27

Tabela 21 - Concordância com afirmações

média: 1 representa discordo totalmente e 5 representa concordo totalmente.

7.2. Questionário

3. Tendo como base o valor total de lucro distribuído aos acionistas de sua empresa nos últimos 3 anos, quanto, percentualmente, representou cada uma das alternativas abaixo?

**% em relação a soma total
de recursos distribuído
aos acionistas nos últimos
3 anos**

- | | |
|---|-------|
| <input type="checkbox"/> Dividendos | _____ |
| <input type="checkbox"/> Juros sobre Capital Próprio (JSCP) | _____ |
| <input type="checkbox"/> Recompra de ações | _____ |
| <input type="checkbox"/> Bonificação | _____ |
| <input type="checkbox"/> Desdobramento / Split | _____ |
| <input type="checkbox"/> Valorização do preço da ação | _____ |
| <input type="checkbox"/> Outros. Quais? _____ | _____ |

4. Na sua opinião, a política de dividendos afeta o valor das ações da sua empresa?

- Sim Não

4a. Se sim, quais são as DUAS ALTERNATIVAS de distribuição de lucro mais eficazes como forma de valorizar as ações de sua empresa?

- Dividendos
- Juros sobre Capital Próprio (JSCP)
- Recompra de ações
- Bonificação
- Desdobramento / Split
- Outros. _____

5. Pela atual legislação brasileira, a decisão sobre o pagamento de dividendos é da AGO, mas na prática, tem-se visto várias empresas, em que a AGO apenas aprova a decisão já recomendada Na sua empresa, quem de fato, é o principal responsável pela DEFINIÇÃO da política de dividendos?

- Executivos da empresa
- Diretor de relação com os investidores
- Diretor financeiro
- Conselho de administração
- Assembléia de acionistas
- Tesouraria
- Controlador
- Outro. Qual? _____

6. Quem é o principal responsável pela elaboração de proposta de distribuição de dividendos na sua empresa?

- Executivos da empresa
- Diretor de relação com os investidores
- Diretor financeiro
- Conselho de administração
- Assembléia de acionistas
- Tesouraria
- Controlador
- Outro. Qual? _____

7. Qual é a periodicidade de distribuição de lucro aos acionistas realizada pela sua empresa?

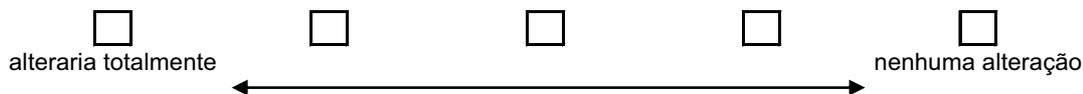
- Mensal
- Trimestral
- Semestral
- Anual
- Outra. Qual? _____

8. Na sua opinião, quais são os DOIS FATORES mais importantes na definição da política de dividendos para cada tipo de acionista da sua empresa?

	tributação	valor da ação	padrão das distribuições anteriores	lucro	geração de caixa	investimentos	Outros
Nacional pessoa física	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nacional pessoa jurídica	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Nacional institucional	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estrangeiro pessoa física	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estrangeiro pessoa jurídica	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Estrangeiro institucional	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Entendendo que deva ser outro fator, por favor, especifique aqui. _____

9. Pela legislação vigente em 2008, os acionistas estão isentos de impostos em relação aos dividendos recebidos e pagam imposto sobre ganho de capital. Caso houvesse uma inversão na legislação atual e conseqüente tributação dos dividendos e isenção para ganho de capitais, a sua empresa alteraria o MONTANTE da parcela do lucro a ser distribuído aos acionistas?



Se sim, o que mudaria? _____

10. Caso houvesse uma inversão na legislação atual e conseqüente tributação dos dividendos e isenção para ganho de capitais, a sua empresa alteraria a **FORMA** atual de distribuição do lucro aos acionistas?

alteraria totalmente ←—————→ nenhuma alteração

Se sim, o que mudaria? _____

11. Qual é a **ALTERNATIVA** de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista da sua empresa?

	dividendo	JSCP	recompra	bonificação	split	outra. Qual?
Nacional pessoa física	<input type="checkbox"/> _____					
Nacional pessoa jurídica	<input type="checkbox"/> _____					
Nacional institucional	<input type="checkbox"/> _____					
Estrangeiro pessoa física	<input type="checkbox"/> _____					
Estrangeiro p. jurídica	<input type="checkbox"/> _____					
Estrangeiro institucional	<input type="checkbox"/> _____					
Controlador da empresa	<input type="checkbox"/> _____					

12. Considerando a manutenção do lucro líquido, o que o **AUMENTO** no **PAYOUT** (índice distribuição aos acionistas / lucro líquido) de sua empresa poderia sinalizar ao mercado? Ordene as 3 principais alternativas abaixo (1 - mais importante e 3 - terceira mais importante).

- Aumento no resultado futuro.
- Redução no resultado futuro.
- Falta de oportunidade de investimento para aplicar os recursos gerados pela empresa.
- Valor da ação sub-avaliado pelo mercado.
- Mudança no ciclo de vida da empresa.
- Aumento no fluxo de caixa futuro.
- Redução no fluxo de caixa futuro.
- Outra sinalização. Qual? _____.

13. A Lei 6404/76 estabelece o direito dos acionistas ao recebimento, a título de dividendo obrigatório, em cada exercício social, da quantia de lucros determinada em seu estatuto social respeitando o mínimo de 25% do lucro líquido ajustado, ou no mínimo 50% do lucro líquido ajustado se o estatuto for omissivo. Na sua empresa, qual é a forma de distribuição preferencial dos dividendos obrigatórios?

- Dividendos Juros sobre Capital Próprio

Qual a principal razão pela preferência da opção acima? _____

14. Algumas empresas consideram variáveis externas à empresa importantes para determinação dos dividendos. Quais são as 3 principais variáveis externas à sua empresa consideradas para a definição da distribuição de lucros? Ordene as alternativas abaixo (1 - mais importante e 3 - terceira mais importante).

- Variação do câmbio
- Custo de insumos
- PIB
- Expectativa de crescimento da economia
- Expectativa dos investidores em relação ao crescimento da empresa
- taxa de juros nacional
- taxa de juros internacional
- valorização das ações em bolsa
- Carga tributária
- Outra. Qual? _____
- Outra. Qual? _____
- Outra. Qual? _____

15. Quais são os 5 principais fatores analisados para determinar a distribuição de lucros na sua empresa? Ordene as alternativas abaixo (1 - mais importante e 5 - quinto mais importante).

- | | | | |
|--|--------------------------------|-------------------------------------|---|
| <input type="checkbox"/> lucro operacional | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> lucro líquido | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> lucro líquido ajustado | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> lucros acumulados | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> necessidade de caixa | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> investimentos futuros | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> geração de caixa | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> geração de riqueza para o acionista | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> endividamento | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> expectativa dos acionistas | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> distribuições anteriores | | | |
| <input type="checkbox"/> retorno sobre patrimônio líquido | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> Outra. Qual _____ | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> Outra. Qual _____ | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |
| <input type="checkbox"/> Outra. Qual _____ | <input type="checkbox"/> atual | <input type="checkbox"/> anteriores | <input type="checkbox"/> expectativa futura |

17. Caso o lucro divulgado pela sua empresa estivesse dentro da expectativa do mercado, e os dividendos fossem muito SUPERIORES ao esperado pelos acionistas, em sua opinião, qual seria o efeito no valor das ações da sua empresa?

EFEITO DE
CURTO PRAZO

Forte alta

alta moderada

estável

queda moderada

Forte queda

EFEITO DE
LONGO PRAZO

Forte alta

alta moderada

estável

queda moderada

Forte queda

18. Caso o lucro divulgado pela sua empresa estivesse dentro da expectativa do mercado, e os dividendos fossem muito MENORES àqueles esperado pelos acionistas, em sua opinião, qual seria o efeito no valor das ações da sua empresa?

EFEITO DE
CURTO PRAZO

Forte alta

alta moderada

estável

queda moderada

Forte queda

EFEITO DE
LONGO PRAZO

Forte alta

alta moderada

estável

queda moderada

Forte queda

19. Quais das opções abaixo são relevantes no patrimônio dos executivos da sua empresa?

- Ações da própria empresa
- Opção de compra de ações da própria empresa
- Remuneração baseada na valorização das ações
- Participação nos lucros da empresa
- Prefiro não responder

20. Se desejar, utilize o espaço abaixo para relatar informações que gostaria de acrescentar sobre o processo decisório de definição da política de dividendos.

21. Por favor, nos dê algumas informações sobre o respondente da pesquisa.

Qual o seu cargo na sua empresa? _____

Qual é a sua idade? _____ anos.

Qual a sua maior formação acadêmica? _____

Quantos anos esta na sua empresa atual? _____ anos.

Muito obrigado !

