

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
PROFISSIONALIZANTE EM ADMINISTRAÇÃO

DETERMINANTES DA POLÍTICA DE PROVENTOS NAS
EMPRESAS BRASILEIRAS

Andréa Marinho Alvim Barbosa

Banca:

Prof. Dr. Roberto Marcos da Silva Montezano (orientador)

Profa. Dra. Maria Augusta Machado

Prof. Dr. Antônio Carlos Figueiredo Pinto (PUC-RIO)

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2005

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

332.6322 Barbosa, Andréa Marinho Alvim.

B238

Determinantes da política de proventos nas empresas brasileiras / Andréa Marinho Alvim Barbosa. Rio de Janeiro: Faculdades Ibmecc, 2005.

Dissertação de Mestrado Profissionalizante apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração das Faculdades Ibmecc, como requisito parcial necessário para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de concentração: Administração Geral.

1. Política de dividendos. 2. Mercado de capitais.

Dedicatória

Aos meus amigos Carlos Bastian e Alexandre Marinho pelo apoio e estímulo.

Agradecimentos

Ao professor Montezano – meu orientador - que sempre esteve presente de forma competente e indicou de forma clara e objetiva os caminhos a serem percorridos.

À professora Maria Augusta Machado pelo apoio essencial na parte estatística.

Ao professor Antonio Fiorencio pelo tempo dedicado à solução dos problemas econométricos encontrados durante o trabalho.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. REVISÃO DA LITERATURA.....	4
1.1. UM TRABALHO PIONEIRO.....	4
1.2. DIVIDENDOS E VALOR: VISÕES TEÓRICAS ALTERNATIVAS.....	5
1.2.1. Preferência por dividendos.....	5
1.2.2. Impacto da tributação na decisão de distribuição de lucros.....	6
1.2.3. Irrelevância dos dividendos.....	6
1.2.4. Sinalização.....	8
1.2.5. Efeito clientela.....	10
1.2.6. Custos de agência.....	12
1.2.7. Estrutura de capital (teoria <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i>).....	13
1.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS INTERNACIONAIS.....	14
1.3.1. Preferência por dividendos.....	14
1.3.2. Impacto da tributação na decisão de distribuição de lucros.....	16
1.3.3. Irrelevância dos dividendos.....	17
1.3.4. Sinalização.....	18
1.3.5. Efeito clientela.....	23
1.3.6. Custos de agência.....	24
1.3.7. Estrutura de capital (teoria <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i>).....	25
1.3.8. Política de dividendos em mercados emergentes.....	27
1.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS BRASILEIRAS.....	28
1.4.1. Política de Proventos e Valor.....	28
1.4.2. Sinalização.....	30
1.4.3. Efeito clientela.....	31

1.4.4. Custos de agência.....	32
1.4.5. Estrutura de capital (teoria <i>trade-off</i> e <i>pecking order</i>).....	33
2. PROVENTOS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO.....	35
2.1. LEGISLAÇÃO.....	35
2.1.1. Dividendos tradicionais.....	36
2.1.1.1. Dividendo mínimo obrigatório.....	37
2.1.1.2. Dividendo das ações preferenciais.....	37
2.1.2. Juros sobre capital próprio.....	41
2.1.3. Reserva legal.....	51
2.1.4. Reserva de Lucros a Realizar.....	51
2.1.5. Reservas Estatutárias.....	52
2.1.6. Reserva para Contingências.....	52
2.1.7. Reserva de Lucros para Expansão.....	52
2.1.8. Recompra de ações.....	53
2.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DE PROVENTOS.....	54
3. METODOLOGIA.....	61
3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E OBTENÇÃO DOS DADOS.....	61
3.2. DESCRIÇÃO E HIPÓTESES SOBRE AS VARIÁVEIS UTILIZADAS.....	63
3.3. METODOLOGIA E MÉTODOS DE ESTIMAÇÃO E REGRESSÃO.....	68
3.4. FORMA FUNCIONAL DA REGRESSÃO.....	70
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	74
4.1. LIMITAÇÕES DO ESTUDO.....	79
5. CONCLUSÕES.....	81
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	86
ANEXOS.....	

TABELAS

Tabela 1: Exemplo de ajuste do lucro líquido.....	36
Tabela 2: Exemplo de cálculo de juros sobre o capital próprio.....	43
Tabela 3: Cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios de acordo com a legislação	48
Tabela 4: Cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios de acordo com o estatuto...	49
Tabela 5: Proventos distribuídos sob a forma de juros sobre capital próprio.....	49
Tabela 6: Imputação dos juros sobre capital próprio aos dividendos obrigatórios.....	49
Tabela 7: Movimentação das reservas de lucros a realizar.....	50
Tabela 8: Distribuição de proventos por classes de pagamento.....	55
Tabela 9: Estatísticas descritivas de <i>payout</i>	56
Tabela 10: Empresas que distribuíram um <i>payout</i> superior a 100%.....	57
Tabela 11: Estatística com empresas que pagaram até 100% de <i>payout</i>	58
Tabela 12: Estatísticas descritivas de proventos (R\$mil).....	59
Tabela 13: Estatísticas descritivas de proventos (ln(R\$mil)).....	59
Tabela 14: Resultados esperados para as variáveis do modelo.....	67
Tabela 15: Correlação entre as variáveis estudadas.....	71
Tabela 16: Covariância dos efeitos fixos com as variáveis explicativas.....	75
Tabela 17: Regressão estimada por painel de dados.....	75

RESUMO

A política de proventos determina a forma de distribuição de lucros aos acionistas, ponderando-se a parcela que será paga em dinheiro e a quantidade que será retida para futuros investimentos. Dessa forma, o objetivo deste estudo é estimar, com base em dados em painel para 170 observações no período 2000-2004, os principais determinantes da política de proventos nas empresas brasileiras. Os resultados obtidos apontam que variáveis relacionadas aos aspectos legais, como por exemplo, lucro líquido, base de cálculo para os dividendos mínimos obrigatórios e determinações aprovadas nos estatutos das companhias são os aspectos relevantes para a distribuição de proventos aos acionistas. Além desses fatores, o tamanho da empresa e o excesso de caixa também exercem influência positiva nas decisões sobre a distribuição de recursos aos acionistas sob a forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio, enquanto que as variáveis investimento e endividamento têm um impacto negativo.

ABSTRACT

The dividend policy seeks to establish the best way the company can distribute profit : payment to the shareholders or investment in business. The central purpose of this study is to estimate, with panel data for 170 observations between 2000-2004, the main determinants of dividend policy in Brazil. The results suggest that legal factors like net profit, that is the base for the calculation of minimum dividend, and rules approved in companies' bylaws are important determinants of dividend policy in Brazil. Moreover, the company's size and cash and cash equivalents also have a positive contribution to decisions regarding dividends or interest attributable to shareholders' equity distribution. By the other side, investments and debt influence in a negative way the dividend policy in brazilian companies.

INTRODUÇÃO

A política de proventos determina a forma de distribuição de lucros aos acionistas, ponderando-se a parcela que será paga em dinheiro e a quantidade que será retida para futuros investimentos. Deve, portanto, ser formulada com dois objetivos: maximizar a riqueza do acionista e fornecer financiamentos suficientes às operações da empresa.

Na teoria de finanças, a política de proventos é um tema controverso e existem basicamente três linhas de pensamento que abordam sua relevância para o valor das ações e, em consequência, para a riqueza dos acionistas. De um lado, existe o argumento, defendido por Gordon (1963), de que um aumento no montante dos dividendos eleva o valor da empresa. A partir da proposição de Miller e Modigliani sobre a irrelevância dos dividendos, uma segunda corrente revela que o valor de uma ação é função de seu lucro, e não de seus dividendos. Uma terceira corrente, derivada de uma interpretação da proposição de Modigliani e Miller, inclui os impostos e custos de transação no modelo e defende a idéia de que um aumento dos dividendos levará a uma redução do valor da empresa, em função de diferenças tributárias entre dividendos e ganhos de capital.

A literatura internacional mostra há décadas que estas correntes têm recebido ampla atenção empírica. No Brasil, alguns trabalhos recentes começam a explorar o tema. No entanto, os resultados não são conclusivos em função de uma diversidade de fatores como a preferência dos investidores, os custos de agência, o conteúdo informacional dos dividendos, bem como o impacto das teorias de estrutura de capital, que serão discutidos posteriormente.

Neste contexto, a questão central é entender quais são os principais fatores que determinam a distribuição de proventos no Brasil pelas companhias abertas.

O objetivo da dissertação, de caráter empírico, é verificar quais as variáveis com melhor poder explicativo no estabelecimento da política de proventos no Brasil. Para isto, será construído um modelo estatístico de regressão múltipla, utilizando-se uma amostra de 76 empresas constantes do Índice Brasil (carteira IBrX, de 08/04/2005).

Este trabalho busca complementar estudos anteriores sobre o assunto, por meio das seguintes contribuições:

- (i) Elaboração de um banco de dados composto por informações provenientes da análise das notas explicativas integrantes das demonstrações financeiras das empresas da amostra no período pós-privatização, com indicadores mais consistentes do que os disponíveis no Banco de Dados Econômica.
- (ii) Verificação da existência de um padrão consistente na formação da política de proventos das empresas brasileiras por meio da análise de

um conjunto de variáveis explicativas, de forma a contribuir para as decisões de investimento.

A análise limita-se à remuneração dos acionistas por meio de dividendos e juros sobre capital próprio e não aborda a política de recompra de ações por parte das empresas brasileiras.

No Capítulo 1, a revisão bibliográfica enfocará a literatura nacional e internacional que serviu de base para o desenvolvimento da pesquisa. O capítulo 2 descreverá as características do mercado brasileiro, a legislação aplicada, bem como serão apresentadas estatísticas descritivas relativas à política de proventos observada nas principais empresas brasileiras no período de 1999-2004. No Capítulo 3, será detalhada a metodologia utilizada. O Capítulo 4 mostra e analisa os resultados atingidos e no Capítulo 5 serão apresentadas as conclusões sobre o trabalho. O Anexo apresentará as bases de dados e memórias de cálculo utilizadas para a obtenção do resultado.

1. REVISÃO DA LITERATURA

1.1 UM TRABALHO PIONEIRO

Na literatura clássica sobre dividendos, destaca-se o modelo de Lintner (1956). Realizou-se uma pesquisa com 28 empresas norte-americanas, no período pós-guerra, que possuíam características que, aparentemente, refletiam ou poderiam ter importância na definição da política e forma de pagamento de dividendos, tais como: tamanho da empresa, retorno médio sobre investimentos, índice preço/lucro, liquidez, capitalização, gastos de capital, estabilidade nos lucros, formas de financiamento dos investimentos. De acordo com suas observações, existia um padrão razoavelmente consistente de comportamento nas decisões relativas aos dividendos e o principal instrumento utilizado para que se atingisse esse padrão era o de realizar um ajuste no *payout*. Esse mecanismo era usado como forma de estabilizar a distribuição dos dividendos e minimizar a reação dos investidores, permitindo um maior conforto à administração da empresa em caso de redução de lucros seja em função de movimentos cíclicos do negócio ou da própria economia.

A partir de sua análise, Lintner desenvolveu modelo teórico baseado na premissa de que os investidores preferem um dividendo em progressão constante. Esse modelo explicava a variação nos dividendos em função da aplicação da taxa de *payout* definida pela empresa sobre o lucro do ano menos os dividendos do ano anterior, multiplicados por um fator de ajuste para evitar uma variação brusca nos dividendos pagos. Para comprovar a adequação e confiabilidade do modelo foram realizados testes estatísticos que concluíram que, em cerca de 85% das empresas estudadas, a política de dividendos poderia ser explicada pelo modelo com apenas pequenas discrepâncias. Estudos posteriores como de Fama e Babiak (1968) e Heineberg e Procianny (2003) deram suportes empíricos adicionais à visão de Lintner.

1.2 DIVIDENDOS E VALOR: VISÕES TEÓRICAS ALTERNATIVAS

Na vasta literatura existente sobre a política de distribuição de lucros das empresas, há três linhas de pensamento que buscam explicar as decisões das empresas e dos investidores:

1.2.1 Preferência por dividendos

Gordon (1963) é o principal defensor dessa corrente que considera que o valor das ações das empresas não é independente do percentual pago como dividendos. Argumenta que, sob condições de incerteza, a apreciação do valor da ação não está garantida e, que o investidor preferiria o recebimento de dividendos para compensar a possibilidade de redução do preço das ações.

Este comportamento do investidor seria evidenciado por uma alteração na taxa de desconto para refletir a preferência por dividendos atuais a futuros dividendos ou

ganhos de capital. A taxa de desconto variaria em função do tempo, com base na premissa de que os investidores, normalmente, são avessos ao risco, e o investidor estima o valor presente da ação descontando a série projetada de dividendos por uma taxa que reflete as condições de incerteza e imperfeições de mercado. No entanto, o autor limita a determinação do valor da empresa à distribuição de dividendos, não considerando que o valor também reflete investimentos líquidos futuros criadores de valor.

1.2.2 Impacto da tributação na decisão de distribuição de lucros

Em contraposição, há a teoria que se baseia na premissa de que um aumento no montante dos dividendos levará a uma redução no valor da empresa. Essa interpretação teve origem na extensão dos trabalhos de Modigliani e Miller - MM (1961) para um ambiente com impostos e custos de transação. Farrar e Selwyn (1967) buscaram estender as conclusões iniciais de MM, incluindo as hipóteses de tributação para investidores. Considerando-se que a tributação dos dividendos seja superior a dos ganhos de capital, seria esperado que as ações com altos dividendos fossem cotadas a preços mais baixos. Essa corrente defende que as empresas deveriam pagar o mais baixo dividendo possível e os recursos disponíveis deveriam ser retidos ou utilizados na recompra de ações. Essa linha de pensamento perdeu sua relevância após o *Tax Reform Act* de 1986, pois houve uma equalização entre as alíquotas incidentes no pagamento de dividendos e nos ganhos de capital.

1.2.3 Irrelevância dos dividendos

Uma terceira corrente baseia-se em Miller e Modigliani (1961) que defendem que o valor da empresa é determinado somente por sua capacidade de geração de lucros e pelo risco do negócio, não importando a distribuição final dos resultados: dividendos e/ou

lucros retidos. A base do argumento é que o acionista pode criar sua própria política de dividendos ao vender suas ações no mercado e receber uma remuneração em dinheiro caso a empresa não pague dividendos ou o faça em valores inferiores ao desejado pelo acionista, ou, por outro lado, pode utilizar o dividendo pago pela empresa para adquirir novas ações no mercado. No entanto, esse modelo assume premissas como ausência de impostos e de custos de corretagem, o que, na prática, é levado em consideração pelo acionista em sua tomada de decisão.

Brennan (1971) busca esclarecer os principais pontos divergentes entre a teoria defendida por Gordon e as conclusões obtidas por Modigliani e Miller. Primeiro, demonstra que os argumentos de Gordon se baseiam em uma interpretação equivocada sobre os efeitos da política de dividendos e os efeitos da política de investimentos. Depois, demonstra que o teorema de irrelevância dos dividendos de Modigliani e Miller pode estar apoiado em uma premissa, considerada fraca, de que existe uma racionalidade de mercado, ou seja, cada participante do mercado age racionalmente preferindo mais riqueza e sendo indiferente quanto à forma de conseguir este incremento. Ao formar suas expectativas, espera que todos os demais participantes do mercado também ajam racionalmente e acreditem que os demais participantes também o fazem. Brennan concorda com os argumentos de Modigliani e Miller de que a teoria de Gordon se baseia em uma interpretação equivocada entre a política de dividendos e a política de investimentos, Gordon defende que uma mudança na política de dividendos terá um efeito isolado na oscilação do preço das ações, independentemente de como foi financiado. No entanto, uma mudança na política de investimentos seria acompanhada por uma mudança na política de dividendos, de acordo com o modelo de Gordon, e o efeito da mudança no

preço das ações seria atribuído, equivocadamente, à política de dividendos e não à mudança na política de investimentos.

Em relação à teoria de Modigliani e Miller, Brennan afirma que qualquer oposição aos argumentos da teoria da irrelevância dos dividendos deve se basear na rejeição da hipótese de racionalidade de mercado e das premissas de que os preços das ações dependem somente de perspectivas futuras e de que existem investidores que compreendem o processo de avaliação de papéis. O autor contesta a teoria de Miller e Modigliani afirmando que, para se rejeitar a irrelevância dos dividendos não se deve aceitar as premissas do modelo, mas não demonstra porque são consideradas fracas, não desenvolve novo modelo e nem apresenta teste empírico para comprovar seu argumento.

A partir das três correntes, foram realizados vários testes empíricos que levaram a algumas hipóteses acerca do papel dos proventos nas finanças corporativas:

1.2.4 Sinalização

Essa hipótese baseia-se na teoria defendida por Lintner (1956) de que, quando a empresa segue uma política de dividendos estáveis, os investidores interpretam que uma mudança nos proventos pode significar uma alteração da visão da administração em relação à rentabilidade futura da empresa e dessa forma, a informação sobre dividendos poderia determinar uma expectativa em relação aos lucros futuros. Apesar de usada, com frequência, na literatura, um dos primeiros testes foi realizado por Watts (1973). O objetivo de seu estudo era verificar se o conhecimento sobre os dividendos passados e atuais permitia uma melhor projeção dos lucros futuros do que simplesmente a análise dos lucros passados e presentes. A metodologia empregada foi uma análise de regressão onde a variável dependente testada era o lucro futuro e as variáveis independentes eram os

lucros e dividendos passados e atuais. Utilizou uma amostra de 310 empresas norte-americanas no período de 1946-1967. A relação entre os dividendos atuais e os lucros futuros foi positiva, mas com baixo caráter explicativo. Complementarmente, o autor buscou uma explicação para o pequeno potencial de informação dos dividendos e concluiu que o efeito nos dividendos é minimizado pelas taxas de *payout* e de ajuste nos dividendos e que, dado o tamanho estimado de ambas as taxas, o efeito da informação nos dividendos atuais é tão pequeno que estará incluído no erro do modelo. Essa reação poderia ser explicada pela dificuldade de o mercado distinguir se a mudança nos dividendos é resultado de alguma informação não disponível ou simplesmente em decorrência do ajuste do modelo. O autor percebe que, intuitivamente, deve haver uma correlação entre os dividendos atuais e lucros futuros, uma vez que os administradores se esforçam para evitar uma interpretação equivocada dos investidores em relação à expectativa de lucros, mas os testes não confirmaram essa hipótese. Ao verificar o motivo de tal distorção, observou que os dividendos sofrem o impacto tanto do ajuste proposto por Lintner quanto pelo próprio índice de *payout*, o que é uma explicação plausível para a baixa significância dos testes.

Miller e Rock (1985) apresentaram uma hipótese abordando a decisão sobre a política de investimentos, financiamentos e dividendos em um cenário onde os investidores possuem menos informações do que os administradores sobre os lucros da empresa e futuras oportunidades, ou seja, um cenário de assimetria de informações. Considerando que o anúncio dos dividendos possui um conteúdo informacional, os administradores poderiam aumentar a distribuição de dividendos em detrimento dos investimentos. O mercado, entendendo tratar-se de uma sinalização de maiores lucros, elevaria suas expectativas com conseqüente aumento do preço das ações. Certamente haveria uma correção de preços após o conhecimento das condições reais. No entanto, os

vendedores que realizaram lucros neste período, bem como os administradores, que tenham sua bonificação relacionada à performance das ações, obteriam ganhos permanentes em vantagem sobre os acionistas que mantiveram seus investimentos. Os autores defendem que o equilíbrio pode ser reestabelecido, mas o custo seria um investimento inferior em relação ao investimento ótimo alcançado em um ambiente de total informação e sem negociação. Uma alternativa seria tentar eliminar a assimetria de informações. Os autores destacam que o caminho ou conjunto de alternativas que poderiam resolver o problema seria questão para futuros trabalhos empíricos.

A abordagem acima considera a possibilidade de alteração de uma política ótima de investimentos em função do objetivo de curto prazo de maximização do preço das ações através de aumento dos dividendos e redução de investimentos. Essa possibilidade não leva em conta o aspecto defendido por Lintner (1956) de que a administração evita reduzir os dividendos em função da reação dos investidores, já que um aumento “artificial” levaria a uma necessidade futura de ajuste dos dividendos para adequá-los novamente à política ótima de investimentos.

1.2.5 Efeito clientela

Farrar e Selwyn (1967) realizaram um estudo teórico em que examinaram o impacto da estrutura de impostos sobre uma hipotética política de dívidas e dividendos ótima. Utilizaram quatro casos. No primeiro, a base era o cenário de não existência de impostos. No segundo caso, haveria pagamento de impostos para as empresas, mas não para os investidores. No terceiro, as empresas não estariam sujeitas ao pagamento de impostos, mas os investidores sim. Além disso, haveria uma diferença entre a alíquota para dividendos e ganhos de capital. No último caso, sua análise se baseou num cenário

onde existem impostos para as empresas e para os investidores tanto para dividendos quanto para ganhos de capital.

Em um ambiente sem impostos, a decisão de a empresa pagar dividendos ou realizar recompra de ações não afetaria o fluxo de caixa do investidor nem o valor da empresa. No segundo caso, a introdução da premissa de impostos para as empresas, alteraria a decisão sobre a política de endividamento, uma vez que uma estratégia ótima seria obtida por meio da maior alavancagem possível. Em relação à política de dividendos, os autores consideram que a forma de distribuição de lucros aos investidores permanece inalterada podendo ser realizada por meio de dividendos ou recompra de ações e da mesma forma que no primeiro caso, não alteraria o valor da empresa. No terceiro caso, levando-se em consideração que não há pagamento de impostos para as empresas e que os investidores pagam impostos sobre dividendos a uma alíquota superior aos ganhos de capital, conclui-se que uma administração, agindo de forma racional, estabeleceria uma política de endividamento nulo e sem pagamento de dividendos. No quarto caso, é considerado um ambiente mais realista onde há pagamento de impostos tanto para as empresas como para os investidores. Nesse caso, a política de endividamento pode levar a diferentes efeitos dependendo do tipo de investidor. Empresas mais alavancadas seriam mais atrativas para pequenos investidores, enquanto que companhias com menor endividamento seriam uma alternativa para grandes investidores que normalmente possuem maior nível de dívida privada. Os autores acrescentam que um estudo mais aprofundado sobre as características de cada grupo de investidores seria benéfico para formulação de uma política ótima de financiamento. Ressaltam, ainda, que existe um benefício diferenciado para cada tipo de investidor e que devem ser considerados nas diversas políticas estabelecidas pela empresa.

1.2.6 Custos de agência

Easterbrook (1984) busca entender a política de dividendos do ponto de vista de redução dos custos de agência. Seu argumento é que os dividendos ajudam as empresas a se manterem no mercado de capitais e por isso, o monitoramento dos administradores é realizado a um menor custo. Dessa forma, o pagamento de dividendos é uma maneira de alinhar os interesses dos administradores aos dos investidores. Cita que os principais custos de agência seriam o monitoramento dos administradores e os efeitos de sua aversão a riscos, uma vez que seus rendimentos dependem da rentabilidade da empresa. Já os investidores se preocupam apenas com o risco não diversificável, pois estão protegidos pela diversificação de sua carteira e dessa forma, estariam dispostos a maiores riscos para obterem maiores retornos. Tanto o problema de monitoramento quanto o de aversão a risco são minimizados quando a empresa busca financiamento no mercado de capitais, pois os bancos de investimento fazem análises para garantir o interesse dos investidores. O pagamento consistente dos dividendos obriga a empresa a levantar recursos no mercado para continuar suas atividades. As explicações acima se aplicam também ao caso de recompra de ações. Sua conclusão é que os papéis das empresas que pagam simultaneamente dividendos e levantam recursos no mercado valorizarão mais em relação a outros títulos. A premissa de que a empresa buscaria recursos no mercado de capitais para pagar dividendos nem sempre é verdadeira, uma vez que pode ter recursos suficientes em caixa para financiar seus projetos de investimento, independentemente do pagamento de dividendos. Além disso, poderia também buscar recursos no mercado financeiro por meio de empréstimos e financiamentos.

1.2.7 Estrutura de capital (teoria *trade-off* e *pecking order*)

Brealey e Myers (2000) utilizam os teoremas de Modigliani e Miller para abordar as decisões sobre estrutura de capital e a política dos dividendos. Os teoremas MM, como ficaram conhecidos na literatura de finanças, argumentam que caso não existam impostos, a inclusão de capital de terceiros na composição da estrutura de capital da empresa não altera seu valor. No entanto, caso se considere a inclusão dos impostos, a existência de capital de terceiros valoriza a empresa em função da dedução das despesas financeiras na base de cálculo dos impostos.

Adicionando-se os custos de falência e custos de agência para os modelos de Modigliani e Miller, surgiu a teoria de *trade-off*, que afirma que a alavancagem ótima é o resultado da ponderação entre os custos de falência e os benefícios tributários do endividamento. O modelo de *pecking order* defende a hierarquia das formas de financiamento para minimizar a assimetria de informações. Na primeira, a empresa busca estabelecer um *target* para o nível de endividamento e tenta gradualmente atingir este objetivo e, portanto, uma decisão de pagamento de dividendos influenciaria o valor do patrimônio líquido da empresa e alteraria sua relação dívida/patrimônio líquido. No caso da teoria *pecking order*, as empresas prefeririam se financiar com recursos internos e caso houvesse necessidade de recursos adicionais, seria preferível a emissão de títulos de dívidas à emissão de novas ações.

Myers (1984) aborda as duas formas de pensamento sobre a estrutura de capital. Destaca que, considerando um ambiente de informações assimétricas, pode-se observar uma preferência por financiamento com recursos internos e também por emissões de dívidas, o que suporta as duas principais idéias da teoria de *pecking order*. Acrescenta,

ainda, que as pessoas tendem a se sentir confortáveis com a teoria *trade-off*, porque representaria uma tendência a um endividamento moderado ao buscar um nível ótimo de alavancagem. Empresas com maior risco têm a tendência de serem menos endividadas, já que o custo de falência aumenta em função de ameaças mais concretas de insolvência. No entanto, não se pode afirmar que seja a melhor explicação para o comportamento das empresas em relação à estrutura de financiamento, inclusive porque estudos apontam para um baixo caráter explicativo. Nesse caso, seria necessário buscar uma teoria que melhor oferecesse explicações para os administradores. A teoria de *pecking order* modificada considera os custos de falência e a existência de informações assimétricas, mas o autor ressalta que a dinâmica ótima em uma ambiente de informações assimétricas ainda seria um território inexplorado. Estudos empíricos realizados para testar as duas teorias comprovaram que a teoria de *pecking order* é mais consistente do que a teoria de *trade-off*. As conclusões são importantes para ajudar a compreensão da política de dividendos estabelecida pelas empresas, pois um menor nível de *payout* pode significar que a administração prefere financiar seus investimentos com recursos internos e não reflete necessariamente uma sinalização de uma expectativa negativa da empresa em relação a seu desempenho futuro.

1.3 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS INTERNACIONAIS:

1.3.1 Preferência por Dividendos:

Fama e Babiak (1968) realizaram testes para verificar os aspectos determinantes para o pagamento de dividendos. Utilizaram uma amostra de 392 empresas norte-americanas no período de 1946-1964 para realização de quatro análises estatísticas com dados em painel. Depois, dividiram a amostra e refizeram os testes para 201

empresas e as 191 restantes foram utilizadas para validação dos resultados. A variável dependente testada era a oscilação dos dividendos, enquanto que as variáveis independentes eram dividendos por ação do ano anterior, lucros por ação e depreciação por ação. Foram realizados quatro painéis alternando-se as variáveis. Nos painéis A, C e D, a variável “lucro por ação” era representada pelo lucro líquido contábil, enquanto no painel B era o fluxo de caixa (lucro líquido + depreciação). Nos painéis A, B e D, a variável “depreciação” foi retirada e no painel D, a constante também foi suprimida. A conclusão desse estudo é de que as variáveis do modelo de Lintner (1956) testados no painel A (constante, dividendos ano anterior e lucro atual) fornecem evidências consistentes para o modelo de dividendos. No entanto, se a constante for retirada e adicionar-se uma nova variável (lucro ano anterior), observa-se uma ligeira melhora na capacidade de predição do modelo. Lintner (1956) utilizou “lucro líquido” contábil como *proxy* para o lucro atual. Os autores utilizaram, além dessa variável, fluxo da caixa (lucro líquido + depreciação) e lucro líquido e depreciação de forma separada. Após os testes, verificou-se que lucro líquido demonstrou ser a melhor variável para explicar o lucro do período.

Entre os diversos testes empíricos realizados para comprovar a teoria da relevância dos dividendos, destacamos o trabalho de Asquith e Mullins (1983) que estudaram o impacto da política de dividendos na riqueza dos acionistas. Analisaram uma amostra de 168 empresas norte-americanas que iniciaram o pagamento de dividendos ou o fizeram após dez anos sem pagamento de dividendos no período de 1954 a 1963. Observaram, também, os subseqüentes aumentos nos dividendos pagos para a mesma amostra estudada até o ano de 1980. Comparando-se com o pagamento inicial, os aumentos subseqüentes produziram um maior efeito positivo na riqueza dos acionistas no período analisado de doze trimestres. Para quase 70% das empresas analisadas, observou-

se uma reação positiva do mercado ao anúncio do pagamento inicial de dividendos. Das empresas da amostra, 153 continuaram o pagamento de dividendos por, pelo menos, mais três anos e 114 empresas aumentaram os dividendos pagos pelo menos uma vez nos doze trimestres seguintes ao pagamento inicial. Para verificar se o efeito observado não poderia ser atribuído a outros fatores, realizaram uma nova análise excluindo o impacto de outros fatos, tais como: negociação de fusões e aquisições, ações legais, anúncio de novos produtos, e verificou-se que, mesmo quando não havia outra informação divulgada simultaneamente, o anúncio do pagamento dos dividendos iniciais resultava em uma reação positiva do mercado. Para melhor comprovar a consistência dos resultados, poderiam ter verificado se existia uma concentração de investidores que pagavam menos impostos e, portanto, menos sensíveis à tributação dos dividendos, o que poderia vir a comprometer a análise dos resultados.

1.3.2 Impacto da tributação na decisão de distribuição de lucros

Para testar a teoria do impacto dos impostos na política de distribuição dos lucros das empresas, destacamos os testes empíricos realizados por Papaioannou e Savarese (1994) com o objetivo de verificar se a equalização das alíquotas de impostos sobre dividendos e ganhos de capital proporcionada pela Reforma Tributária de 1986 nos Estados Unidos levou a um aumento nos níveis de *payout* e nos valores dos dividendos. Utilizaram uma amostra de 283 empresas norte-americanas no período de 1983 a 1991. Testaram a amostra no período antes da reforma (3T/83 a 4T/86) e após a reforma (1T/87 a 1T/91). Os dados demonstraram que a maioria das empresas aumentou os índices de *payout* no período seguinte à reforma tributária. No entanto, considerando a existência do “efeito clientela” seria possível imaginar que a reforma tributária não mudou uniformemente a preferência do investidor em relação a dividendos e ganhos de capital.

Para verificar essa hipótese, realizaram testes dividindo os dados em cinco grupos variando do menor índice de *payout* ao maior índice. Os resultados obtidos nos testes confirmaram a hipótese de que houve um aumento nas taxas de *payout* para as empresas que possuíam pequenos ou médios percentuais de pagamento. Já para as empresas com maiores percentuais, observou-se um declínio nas taxas de *payout*. Para o pequeno número de empresas que não apresentou sensibilidade às mudanças na legislação tributária, os autores atribuem este comportamento a outros fatores, como por exemplo, sinalização ou informação, que podem exercer influência na decisão sobre a política de dividendos. Apesar de seus testes apresentarem conclusões significativas para dados agregados, resolveram testar a amostra de forma segmentada para observar se apresentavam distintos resultados em função do tipo de investidor e conseguiram verificar que há uma diferença nas conclusões de acordo com o tipo de “clientela”.

1.3.3 Irrelevância dos dividendos

Miller e Scholes (1982) realizaram um estudo empírico para verificar se os acionistas dos papéis que pagam maiores dividendos recebem maiores taxas de retorno para compensar os custos dos impostos mais altos em função da diferença de alíquota entre a tributação dos dividendos e dos ganhos de capital. Basearam seu trabalho em um estudo de Black e Scholes publicado, em 1974, que concluiu que não havia uma relação significativa entre o retorno das ações e o *dividend yield* ou *dividend payout*. Os resultados obtidos não deram suporte empírico às hipóteses de que o mercado preferiria receber rendimentos por meio de dividendos ou que mercado exigiria retornos superiores para ações que pagam dividendos com o intuito de compensar a incidência de maiores alíquotas de impostos. Utilizando dados da base CRSP – Center for Research in Security Prices para o período de 1940-1978, não encontraram nenhuma relação significativa entre retorno e o

dividend yield esperado, principalmente, em consequência da incidência de impostos. Com base no trabalho de Elton e Gruber (1970), os autores atribuem o equilíbrio do mercado de curto prazo à existência de diferentes “clientelas”. Enquanto os acionistas que pagam impostos sobre os dividendos recebidos a uma alíquota superior à tributação dos ganhos de capital teriam interesse em vender suas ações no período ante-dividendo, de outro lado, haveria uma parcela de acionistas, sem tributação ou com uma alíquota igual para dividendos e ganhos de capital, que estariam interessados em comprar as ações, apesar dos custos de transação, uma vez que pelas conclusões do próprio estudo de Elton e Gruber a queda nos preços no dia ex-dividendo seria inferior ao preço do dividendo pago, o que proporcionaria um retorno anormal.

1.3.4 Sinalização

Diversos modelos partiram do pressuposto que as empresas ajustam seus dividendos para sinalizar projeções futuras de lucros. Destacamos o estudo de Benartzi, Michaely e Thaler (1997) para avaliar se as mudanças nos dividendos possuem conteúdo informativo sobre lucros. Utilizando dados do CRSP e COMPUSTAT selecionaram uma amostra de 1.025 firmas norte-americanas, no período de 1979 a 1991. Sua análise não engloba empresas que iniciaram pagamento de dividendos nem as que optaram por eliminar a política de dividendos. Não encontraram nenhuma evidência que suportasse a teoria de que as mudanças nos dividendos teriam um conteúdo informativo sobre as futuras mudanças nos lucros. No entanto, há alguma evidência de que firmas que aumentam seus dividendos estão menos sujeitas a apresentar redução nos lucros futuros do que empresas que não alteraram seus dividendos e apresentaram um crescimento nos lucros similar. Apesar de haver ligação entre dividendos e lucros passados não foi comprovada nenhuma evidência sobre o caráter de predição dos dividendos. Suas conclusões suportam a idéia de

Lintner (1956) de que as mudanças nos dividendos têm um conteúdo de informações sobre o que aconteceu. Os dividendos são ajustados para refletirem os movimentos dos lucros do ano em curso e ano anterior. Uma variação nos dividendos pagos, possivelmente, é apenas em função da variação dos lucros e, portanto, não deve ser considerada, de forma isolada, como um sinalizador da estratégia da administração. No entanto, é possível que exista uma informação adicional na variação dos dividendos que sinalize uma visão da administração em relação à perspectiva de melhores fluxos de caixa.

Nissim e Ziv (2001) investigaram a relação entre as mudanças nos dividendos e a rentabilidade futura, mensurada em termos de lucro contábil e lucro econômico futuros. Em consonância com a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos, concluíram que as mudanças nos proventos possuem informações sobre o nível de lucratividade nos anos futuros, adicionalmente aos dados contábeis e de mercado. Além disso, as mudanças nos dividendos são positivamente relacionadas às alterações nos lucros nos dois anos subsequentes à mudança nos dividendos. Os autores utilizaram dados do CRSP – Center for Research in Security Prices do período de 2T63 a 1T98 de empresas não financeiras listadas na NYSE ou AMEX. A seleção resultou em uma amostra com 100.666 observações, onde 0,84% foram decréscimos nos dividendos e 13,13% aumentos. Em 86,06% dos casos não houve alterações. Os autores basearam-se no estudo de Benartzi, Michaely e Thaler (1997), mas incorporaram algumas mudanças ao modelo, pois identificaram algumas inconsistências tais como: erro de mensuração na variável dependente, em função da premissa de que uma mudança nos lucros atuais não estaria correlacionada com os lucros no ano anterior. Para corrigir esse problema, utilizou a divisão da mudança dos lucros pelo valor patrimonial por ação ao invés do valor de mercado, pois essa variável embute a expectativa de lucros futuros no preço. Uma outra

observação foi em relação à omissão de uma variável considerada relevante, Retorno sobre o Patrimônio Líquido, para explicar a mudança nos lucros, uma vez que estudos anteriores demonstram que esse indicador tende a converter para a média, e, portanto, um aumento no retorno sobre o patrimônio líquido levaria a uma tendência de redução nos lucros futuros.

Aharony e Swary (1980) realizaram um estudo empírico para verificar a reação dos preços das ações ao anúncio trimestral dos dividendos. Utilizaram uma amostra de 149 empresas listadas na Bolsa de Nova Iorque no período de 1T/63 a 4T/76. O principal objetivo dessa análise era testar se as mudanças observadas nos dividendos trimestrais forneciam informações adicionais àquelas contidas na divulgação dos resultados. Uma dificuldade observada foi a de separar o impacto das informações relativas à divulgação dos dividendos daquelas relativas à divulgação dos lucros, pois os anúncios são realizados aproximadamente ao mesmo tempo. Para isolar os efeitos dos dividendos do efeito dos lucros, os autores examinaram somente os anúncios dos dividendos trimestrais que ocorreram em datas diferentes ao anúncio dos resultados.

A amostra incluiu 2.612 anúncios de dividendos após a divulgação dos resultados e 787 que antecedem esses anúncios em, pelo menos, onze dias de negociação. Nessa amostra, em 384 casos houve um aumento nos dividendos, 47 decréscimos e em 2.968 não existiram modificações. Verificou-se que as empresas que não alteraram seus dividendos apresentaram, em média, apenas retornos normais durante os vinte dias em torno do anúncio dos dividendos. Os resultados são similares tanto para o caso em que o anúncio dos resultados antecede ou é posterior ao anúncio dos dividendos. No caso de empresas que aumentaram seus dividendos, apresentaram, em média, retorno superior durante os vinte dias próximos ao anúncio dos resultados e dividendos. Da mesma forma, os resultados são similares independentemente se o anúncio dos resultados é anterior ou

posterior ao anúncio dos dividendos. No caso de redução dos dividendos, verifica-se um retorno menor no preço das ações no período de vinte dias em torno da data dos anúncios. Os resultados observados ratificam a hipótese do conteúdo informacional dos dividendos, ou seja, suportam a idéia de que mudanças nos dividendos trimestrais refletem a expectativa da administração em relação ao futuro da empresa. Concluem também que o mercado se ajusta, na véspera ou no dia do anúncio dos dividendos, de forma eficiente de forma a incorporar as novas informações. De acordo com as conclusões obtidas, verifica-se que a motivação dos investidores refletiria a expectativa em relação aos lucros futuros e provavelmente não estaria sendo levado em consideração o efeito tributário dos dividendos.

Pettit (1972) busca estimar a velocidade e precisão com que o mercado reage aos anúncios de mudanças no nível de pagamento dos dividendos. Utilizou uma amostra de 625 empresas listadas na bolsa de Nova Iorque no período de janeiro/1964 a junho/1968. Foram observadas, aproximadamente, 1.000 alterações nos dividendos anunciados por essas empresas no período, excluindo-se dividendos extras ou especiais. Foram também coletadas informações diárias sobre os preços para 135 anúncios de alterações de dividendos no período 1967-1969. Os anúncios de dividendos foram divididos em sete categorias: omissões, reduções, sem alterações, menos de 10% de aumento, de 10% a 25% de aumento, mais do que 25% de aumento e pagamento inicial. Primeiramente, a análise foi desenvolvida sem considerar o efeito dos lucros. Os testes realizados ratificaram a hipótese de que os participantes de mercado utilizam informações implícitas nos anúncios de alterações no pagamento de dividendos. O mercado reage mais fortemente quando os dividendos são reduzidos ou se observa um substancial aumento. O efeito de um aumento moderado nos dividendos é proporcionalmente menor. Com

algumas poucas exceções, o efeito é observado no mês do anúncio das alterações nos dividendos. Somente para a categoria de aumento de menos de 10% não foi verificada significância em um nível de 95% de confiança.

Uma parcela da reação do mercado, que é observada antes do mês do anúncio, pode ser atribuída a anúncios prévios realizados pela empresa ou resultado de ações de pessoas que possuem informações sobre as mudanças nos dividendos. Se o movimento é consequência de *insider information*, o mercado não opera de forma eficiente. Por outro lado, se o efeito for resultado de uma análise de informações prévias, o mercado pode ser considerado eficiente, mas o efeito total do anúncio dos dividendos não pode ser mensurado sem levar em conta este viés.

Para retirar o efeito do anúncio dos lucros, que poderia influenciar a análise sobre os dividendos, calcula a diferença entre o lucro divulgado e o lucro estimado e considera que este seria, aproximadamente, um referencial absorvido pelo mercado em relação a informações sobre o lucro.

Para uma amostra diária de 135 anúncios de dividendos, as conclusões são as mesmas do que para os dados mensais. Os resultados mais fortes foram observados no dia e na véspera, apesar de se verificar uma tendência a partir de três dias que antecedem o anúncio. Neste caso, observa-se um efeito reduzido para os anúncios que excedem 25% de aumento. No caso de início de pagamento de dividendos, a análise verifica um retorno de aproximadamente 16% nos doze meses subsequentes e o autor considera que isto reflete que o mercado não é eficiente o bastante para reagir imediatamente e de forma completa ao anúncio inicial de pagamento de dividendos. Utiliza uma forma diferente da usada por Aharony e Swary para excluir o efeito do anúncio dos lucros do efeito dos anúncios dos

dividendos. A metodologia empregada pode levar a uma distorção nos resultados, uma vez que se baseia em uma projeção de lucros esperados comparados com os lucros realizados e essa diferença é utilizada como *proxy* para o impacto na oscilação da ação em função de informações sobre o lucro. Quaisquer distorções no modelo de predição levariam a uma estimativa viesada da parte da variação de mercado inerente a informações sobre os lucros.

1.3.5 Efeito clientela

Considerando-se que os investidores são tributados com alíquotas diferentes de impostos em função de suas características específicas, surgiu a hipótese do “efeito clientela”. Elton e Gruber (1970) realizaram um estudo para constatar sua existência no mercado norte-americano. Para testar a hipótese, examinaram o comportamento de todas as ações listadas na New York Stock Exchange (NYSE) que pagaram dividendos no período de 01/04/1966 a 31/03/1967 e que negociaram tanto no dia *ex-dividendo* quanto no dia anterior. Foram utilizados para ambos os dias os preços de fechamento das ações e realizados alguns ajustes para garantir que a observação dos resultados não possuía viés de aumento/ decréscimo inerente ao próprio movimento de mercado. As variáveis utilizadas foram *dividend yield* e *payout*. Foi testada a hipótese de que os investidores que possuíam ações com maiores *dividend yield* seriam aqueles que pagavam menos impostos e firmas que pagassem maiores níveis de *payout* atrairiam também os investidores que pagassem menos impostos. Suas conclusões suportam a hipótese de que o mercado considera a informação de que existem investidores com tributação distinta para formação do preço da ação, reforçando a teoria do “efeito clientela”. Apesar de os resultados serem estatisticamente significativos, em um nível de 1% de confiança, os períodos de análise da amostra utilizada são limitados, o que poderia prejudicar a extensão de suas conclusões.

1.3.6 Custos de agência

Dempsey e Laber (1992) testaram os efeitos dos custos de agência e de transação na definição da política de dividendos das empresas. Replicaram o teste realizado por Rozeff (1982) com uma amostra de 1.000 empresas norte-americanas para o período de 1974-80 e estenderam a pesquisa para o período de 1981-87 para 739 companhias. Rozeff (1982) apresenta um modelo para determinação do nível ótimo de *payout* e, utiliza um teste empírico para explicar as variações da relação “dividendos/lucros”. A variável dependente da regressão múltipla é o índice *payout* alvo mensurado pela média aritmética dos sete índices *payout* de cada empresa no período de 1974 a 1980. As variáveis independentes escolhidas foram: o percentual de ações ordinárias de posse dos *insiders* no final do sétimo período, taxa de crescimento das receitas nos cinco anos anteriores, previsão de crescimento da receita para os próximos cinco anos, coeficiente beta estimado e logaritmo natural do número de ações ordinárias no final do sétimo período. O estudo busca estabelecer um ponto ótimo entre os custos de agência e custos de transação, pois seu argumento é de que um aumento no *payout* diminuiria os custos de agência, mas, por outro lado, aumentaria os custos de transação de financiamentos externos. A regressão obteve um resultado significativo com explicação de 48%. Os resultados são consistentes com seu modelo e com a hipótese de que os acionistas minoritários demandam um índice *payout* maior se o *free float* é grande e bastante pulverizado. Os resultados ratificam as conclusões obtidas por Rozeff (1982) dando um suporte empírico para o modelo de *payout* baseado nos custos de transação e agência. O modelo de Rozeff replicado por Dempsey e Laber (1992) utiliza o aumento da receita como variável para o crescimento da empresa e parte da premissa de que um crescimento da receita levaria a uma necessidade de maiores investimentos e, portanto,

necessidade de retenção de lucros para evitar os custos de transação de financiamento com recursos externos. Seria interessante testar outras variáveis como crescimento do lucro ou crescimento do fluxo de caixa para verificar se as conclusões são as mesmas para empresas que apresentam recursos após investimentos e verificar se pagam bons dividendos.

1.3.7 Estrutura de capital (teoria *trade-off* e *pecking order*)

Baskian (1989) testou a hipótese de *pecking order* utilizando uma amostra de 378 empresas norte-americanas para o período de 1960 a 1972. Realizou quatro testes para comprovar a teoria. Em um primeiro teste, realizou uma análise de regressão onde a variável dependente era a relação entre dívida e capital investido. A variável “dívida” foi definida pelo valor contábil das obrigações de curto prazo e longo prazo enquanto que o capital investido foi mensurado pelo valor contábil da dívida e patrimônio líquido. As variáveis independentes consideradas no modelo foram rentabilidade e crescimento. Um segundo teste foi realizado para verificar o efeito dos dividendos passados no endividamento. Baseando-se no modelo de Lintner (1956), buscou testar a hipótese de que o pagamento de um dividendo maior no passado levaria a uma necessidade maior de recursos no futuro e isso, levaria a um maior endividamento e por consequência, uma maior alavancagem da empresa. Realizou uma regressão onde a variável dependente era o indicador dívida/ativos e as variáveis independentes, rentabilidade, crescimento e *dividend yield* em 1965. Observou que as empresas que pagaram mais dividendos em 1965 apresentaram um maior endividamento em 1972. Os mesmos resultados foram obtidos quando se alterou o *dividend yield* de 1965 para 1960. O terceiro teste foi baseado na premissa de que se as empresas possuem limitações em função de sua política de dividendos histórica (Modelo de Lintner), deve-se, então, observar uma correlação em série do índice dividendo/patrimônio líquido e dívida bruta/ativos. Constatou uma

correlação alta para dividendos, mas baixa para dívida, o que poderia significar que a política de dividendos estáveis é preferida em relação a uma política de estabilidade de estrutura de capital. Um quarto teste buscou demonstrar o efeito dos dividendos passados nos investimentos. Concluiu que os dividendos passados possuem um efeito significativo nos futuros investimentos, evidenciando que existe uma sensibilidade do investimento aos recursos gerados internamente. Seu estudo demonstra que o endividamento varia positivamente em relação ao crescimento em anos anteriores e é inversamente proporcional aos lucros passados. Complementarmente, verificou que empresas que pagaram maiores dividendos tendiam a se endividar mais. As conclusões obtidas em relação ao efeito dos dividendos na política de investimentos são baseadas em um estudo estatístico que demonstra que a política de dividendos determina 10% da variância do investimento. O autor defende que, historicamente, os estudos econométricos sobre investimentos possuem um baixo coeficiente de determinação e que uma variância de 10% seria bastante relevante, em um modelo que explica menos que 30%. O baixo caráter explicativo do modelo não permite confirmar com segurança as conclusões obtidas de que há evidência de que os investimentos são sensíveis à geração interna de recursos e deveriam ser realizados estudos adicionais em busca de um modelo com maior capacidade de predição.

Deshmukh (2003) investigou a dinâmica de empresas que se tornaram públicas entre 1990 e 1997 e observou a política de início de pagamento de dividendos. Depois incluiu uma segunda amostra de firmas que não pagavam dividendos. Seu objetivo era examinar os efeitos da informação assimétrica nas mudanças dos dividendos sob a ótica da teoria *pecking order* e da teoria da sinalização. A amostra era composta por 1.371 empresas. O período de observação, compreendido entre 1990 e 1997, inicia-se com a oferta pública inicial (IPO) e termina com o início do pagamento de dividendos ou ano

2000, dos dois o menor. As variáveis testadas foram dispersão de acionistas, fluxo de caixa, oportunidade de crescimento e tamanho da empresa. Os resultados indicaram que a maior probabilidade de pagamento inicial de dividendos está positivamente relacionada com o tamanho da empresa e de seu fluxo de caixa e negativamente relacionada com as oportunidades de crescimento. Em relação aos custos de agência, mensurados pela dispersão dos acionistas, a conclusão é de que a decisão para início do pagamento de dividendos é independente. De acordo com a teoria *pecking order*, quanto maior o nível de informação assimétrica, menor a possibilidade de início de pagamento de dividendos. Por outro lado, a teoria da sinalização argumenta que, em um ambiente com maior nível de informações assimétricas, maior será o nível de pagamento de dividendos, pois as empresas terão incentivos para pagar maiores dividendos para indicar maiores lucros, reduzindo investimentos, já que esta informação não é observável pelo público. Os resultados demonstraram ser consistentes com a teoria de *pecking order*.

1.3.8 Política de dividendos em mercados emergentes

Aivazian e Booth (2003) realizaram um estudo para verificar se as empresas de mercados emergentes seguiam políticas de dividendos diferentes das empresas americanas. Examinaram uma amostra de oito mercados emergentes e compararam com uma amostra de 99 empresas norte-americanas. Foram estudados os seguintes países: Coréia do Sul, Índia, Malásia, Tailândia, Zimbábue, Jordânia, Paquistão e Turquia. As variáveis independentes analisadas foram tangibilidade, risco do negócio, tamanho da empresa, nível de endividamento, índice de cobertura de juros, índice de liquidez corrente, lucratividade e P/VPA. A conclusão foi de que a política de dividendos sofre influência de variáveis similares a dos Estados Unidos. Entretanto, a sensibilidade a estas variáveis se altera de país para país. Lucratividade e nível de endividamento afetam de forma positiva

e negativa, respectivamente, o que dá forte suporte à teoria de fluxo de caixa residual para a política de dividendos e que limitações financeiras afetam o pagamento de dividendos. No entanto, há pouca evidência que o risco do negócio ou o tamanho da empresa afetem a política de dividendos. Em geral, os mesmos fatores que são importantes para as firmas americanas, também o são para empresas nos mercados emergentes. Concluem que uma maior sensibilidade às variáveis pode atribuída ao reflexo de uma maior restrição financeira em que operam aqueles mercados. Os países possuem características e legislações específicas que devem ser consideradas na análise e conclusões sobre as variáveis estudadas. Os autores não conseguiram explicar porque, em um ambiente com restrições financeiras, o nível de pagamento de dividendos é superior ao observado nas empresas norte-americanas. Possivelmente, uma análise mais detalhada da legislação de cada país poderia explicar esse comportamento. No Brasil, por exemplo, a obrigatoriedade de pagamento de dividendo mínimo e a existência de juros sobre capital próprio poderiam justificar o nível de *payout* independentemente das condições econômicas e/ou financeiras do mercado.

1.4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS BRASILEIRAS:

1.4.1 Política de Proventos e Valor

Daniel (1998) desenvolveu uma pesquisa sobre a política de dividendos aplicada no Brasil, onde analisou uma amostra de vinte empresas escolhidas entre as mais representativas da Carteira Teórica do IBX – Índice Brasil no período de 1994 a 1996. Observou que no ano de 1994 apenas seis empresas (30%) pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório, sendo que duas tinham que fazê-lo devido à necessidade de pagamento de dividendos às ações preferenciais baseados no capital social. No ano de

1995, o cenário alterou-se e quinze empresas (75%) pagaram dividendos superiores ao obrigatório, porém apenas dez (50%) não estavam obrigadas a fazê-lo em função do pagamento às ações preferenciais. Em 1996, dez empresas (50%) pagaram dividendos superiores ao dividendo mínimo obrigatório, porém apenas oito (40%) não estavam obrigadas a fazê-lo. Sua conclusão é de que a nossa legislação privilegia a corrente da relevância do pagamento de dividendos e que nossa realidade é de um mercado sem liquidez, que prejudica o investidor em caso de necessidade de realização do investimento e, dessa forma, o pagamento de dividendos reduziria este problema ao assegurar um rendimento periódico. A autora não especificou o critério de relevância utilizado para a seleção da amostra e o número de empresas selecionado é pequeno para generalizar as conclusões obtidas.

Heineberg e Procianoy (2003) realizaram um estudo onde buscavam identificar os aspectos determinantes da política de proventos das empresas brasileiras com ações negociadas no Bovespa entre os anos de 1994 e 2000. Realizaram um estudo estatístico de regressão com dados em painel em uma amostra de 196 empresas. As variáveis analisadas foram lucros/prejuízos, inflação, endividamento, setor, tamanho da empresa, oportunidades de investimento/crescimento e estabilidade da política de dividendos. Concluíram que é possível afirmar que as variáveis explicativas estudadas (lucro líquido corrente e proventos pagos no ano anterior) possuem um forte poder explicativo na política de proventos das companhias estudadas com coeficiente de determinação de aproximadamente 75% e significância estatística inferior a 1%, confirmando a teoria de Lintner. Como no Brasil há a obrigatoriedade de pagamento de um dividendo mínimo que representa 25% do lucro líquido ajustado, a variável “ lucro líquido” é certamente um fator determinante do pagamento de dividendos, pois é a base de

cálculo de seu valor. Seria interessante pesquisar quais os fatores adicionais que levariam as empresas a pagarem dividendos superiores ao mínimo estabelecido na lei.

1.4.2 Sinalização

Figueiredo (2002) testou a hipótese do conteúdo informativo dos dividendos no Brasil, investigando a relação entre as alterações de dividendos e mudanças dos ganhos futuros em 324 empresas brasileiras no período de 1986 a 2000. Os dados foram obtidos na Economática e foram deflacionados pelo IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas. Utilizou o exame da correlação entre a taxa de crescimento dos dividendos por ação no ano zero e as mudanças nos lucros nos anos zero, um e dois, divididas pelo valor de mercado da ação no início do ano de alteração do dividendo. O resultado obtido foi a constatação de uma relação positiva significativa entre as alterações de dividendos e mudanças de lucros no ano zero. No ano seguinte, observou-se uma relação significativa com sinal trocado e no ano dois não foi constatada relação significativa. Realizou também um segundo teste incorporando algumas mudanças ao modelo anterior: relação da mudança dos lucros pelo valor patrimonial por ação ao invés do valor de mercado, inclusão de uma variável independente adicional (LPA_{t-1}/VPA_{t-1}), uma variável de controle adicional ($(LPA_t - LPA_{t-1})/VPA_{t-1}$) e, também, uma variável *dummy* para permitir coeficientes diferentes para aumentos ou diminuições de dividendos. Não foi encontrada evidência que suportasse a hipótese do conteúdo informacional para eventos de aumentos ou diminuições de dividendos no Brasil, ou seja, não se poderia afirmar que mudanças de dividendos contivessem informações a respeito do desempenho futuro das empresas. Como, no Brasil, existe a obrigatoriedade de um pagamento de dividendo mínimo estipulado por lei, seria interessante verificar a natureza da amostra selecionada em relação ao número de empresas que pagaram somente o dividendo mínimo previsto na lei. O objetivo seria retirar qualquer

viés de interpretação dos resultados, uma vez que as empresas que pagam somente o dividendo mínimo obrigatório não teriam intenção de sinalizar perspectivas em relação a resultados futuros, o que poderia distorcer as conclusões obtidas.

1.4.3 Efeito clientela

Procianoy e Verdi (2002) realizaram um estudo para testar a existência do “efeito clientela” em nosso mercado. Utilizaram uma amostra de 132 empresas nos anos de 1989 a 1993 para verificar o preço das ações que pagaram dividendos em um cenário onde o imposto sobre dividendos era zero e, no máximo, 25% sobre ganhos de capital. Os dados foram selecionados do banco de dados Economatica e, para as cotações, foi utilizado o valor médio da ação no dia de negociação. Verificou-se que a amostra possuía uma característica de *yield* reduzido, ou seja, um baixo pagamento de dividendos em relação ao preço das ações. Os autores calcularam o preço da ação no primeiro dia *ex-dividendo* considerando o impacto da tributação dos ganhos de capital (0% para os acionistas imunes e 25% para os investidores sujeitos à tributação) e estabeleceu um intervalo para o valor da ação no primeiro dia *ex-dividendo*. Para melhor representar a realidade, ajustaram as diferenças de preço ao mercado calculando um coeficiente de ajuste ao mercado (K) que representava a variação do índice Ibovespa ($K = IBOV_1 / IBOV_0$). Dos 693 eventos analisados, apenas 5% situou-se dentro do intervalo teórico esperado e 47% apresentaram o preço da ação no primeiro dia de negociação *ex-dividendo* maior do que na data em que a ação tinha direito a receber dividendos. Este resultado contraria a expectativa do modelo e os autores consideram este comportamento como irracional, pois os investidores estariam pagando mais por uma ação sem direito a dividendos do que quando tinha direito a recebê-lo. Verificou-se também que o preço das ações após o pagamento dos dividendos possui um “pico” no retorno anormal em torno da data *ex-dividendo*, mas retorna ao valor inicial

após cinco dias. Os autores destacam que isto demonstra que a reação observada é apenas pontual. Os autores levam em consideração o movimento de mercado para ajustar o preço da ação da empresa para o primeiro dia *ex-dividendo*. No entanto, a metodologia utilizada para calcular esse fator de ajuste ao mercado não leva em conta a sensibilidade do valor da ação à oscilação de mercado. A utilização do coeficiente beta da empresa na fórmula melhor traduziria o impacto da variação do mercado no preço da ação e, poderia levar a uma alteração nas conclusões obtidas.

1.4.4 Custos de agência

Filho et al (2003) analisaram a estrutura de propriedade de uma amostra de 308 empresas de capital aberto no Brasil, que disponibilizaram informações a respeito dos acionistas com mais de 5% de participação no seu capital social. Para identificação da estrutura de propriedade foram utilizadas informações contidas no relatório IAN para o ano de 2001 e os demais dados relativos às variáveis explicativas – tamanho, potencial de controle, ambiente regulatório, tipo de controlador e nível de controle – foram obtidos no banco de dados Economática. As evidências apresentadas confirmam a presença de alta concentração acionária e identifica alguns fatores determinantes desse fenômeno. Segundo a metodologia empregada, o tamanho e as características do principal acionista são fatores com maior significância estatística para determinação do nível de concentração acionária em poder do principal acionista, confirmando a hipótese de que a necessidade de diversificação por parte do principal investidor e o tamanho da empresa impõem uma redução na concentração de propriedade. Concluem que a existência de concentração do controle acionário pode ser um instrumento de redução dos custos de agência através da maior possibilidade de monitoramento da administração. Essa conclusão difere das obtidas por Rozeff (1982) e Dempsey e Laber (1992), que observaram que uma maior pulverização

das ações levaria a um estabelecimento de maiores níveis de *payout* e o pagamento de dividendos faria parte de um “pacote” de monitoramento que ajudaria a reduzir os custos de agência.

1.4.5 Estrutura de capital (teoria *trade-off* e *pecking order*)

Silva & Brito (2003) testaram as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívidas para o Brasil. Utilizaram uma amostra de 111 empresas não financeiras de capital aberto durante os anos de 1995 a 2001 cujos demonstrativos contábeis consolidados, devidamente corrigidos pela inflação (IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas) estavam disponíveis na base de dados da Economatica. As variáveis testadas são dividendos e dívida. Em relação aos determinantes dos dividendos, os autores buscam examinar como o índice desejável de distribuição de longo prazo varia entre as firmas em função da oportunidade de investimentos, lucratividade, alavancagem e volatilidade. Os valores estimados para o índice desejável de distribuição de longo prazo ficaram em torno de 15%. Esse resultado confirma que as empresas brasileiras pagam menos dividendos que as empresas norte-americanas. Em relação à dívida, as variáveis de lucratividade, investimentos e tamanho se apresentaram como fatores determinantes da política de endividamento total das empresas brasileiras. O estudo demonstrou que as firmas mais lucrativas e menos endividadas distribuem maior valor na forma de dividendos, confirmando as previsões compartilhadas entre as teorias de *trade-off* e *pecking order*. O ponto principal em que as teorias divergem são as previsões distintas entre as relações entre dívida e investimentos e dívida e lucratividade. Com respeito a dividendos, as previsões se igualam, pois nestes modelos dívida e dividendos são considerados substitutos para resolução dos problemas causados pelo excesso de caixa livre. Os valores estimados do índice desejável de distribuição de dividendos no longo

prazo apresentam alguma distorção, uma vez que a legislação brasileira exige um índice payout mínimo de 25% do lucro líquido ajustado. Possivelmente, a amostra observada considera os anos em que as empresas não pagaram dividendos por apresentarem prejuízos ou prejuízos acumulados, acabando por reduzir o índice estimado.

2. PROVENTOS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

O Brasil possui algumas características específicas, em sua política de dividendos, comparativamente a outros países. Conforme verificado na literatura estudada, nos Estados Unidos, por exemplo, há pagamento de impostos tanto no caso de dividendos como na recompra de ações. Já no caso brasileiro, as empresas podem distribuir lucros aos acionistas na forma tradicional de dividendos, por meio de juros sobre capital próprio ou através de programas de recompra de ações. A decisão da empresa será baseada, principalmente, nos aspectos legais.

2.1 LEGISLAÇÃO

A Lei 6.404/76 e suas alterações (Lei 6.385, de 07/12/76, Lei 9.457, de 05/05/97 e Lei 10.303, de 31/10/01) são as principais referências normativas que tratam sobre os dividendos. Complementarmente, podemos citar a Lei 9.249/95 e o Ofício CVM/SNC/SEP 02/96, que abordam os aspectos legais relativos aos juros sobre capital próprio e as instruções CVM 10/98, 268/97 e 390/03, que regulamentam a recompra de ações.

2.1.1 Dividendos tradicionais

A Lei 6.404/76, em seu artigo 192, estabelece que a administração da empresa deve apresentar à assembléia geral ordinária as demonstrações financeiras do exercício acompanhadas de proposta sobre a destinação do lucro líquido, observadas as instruções relativas ao pagamento dos dividendos (arts. 201 a 205) e à constituição de reservas (legal, estatutária, contingências, retenção de lucros e lucros a realizar) (arts. 193 a 199).

As contas utilizadas para a distribuição dos dividendos são lucro líquido do exercício, lucros acumulados e reservas de lucros. Para o cálculo dos proventos é realizado um ajuste do lucro líquido do exercício pela dedução dos prejuízos acumulados e pela constituição da reserva legal, que é uma destinação obrigatória, além da importância para a formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores. Adicionalmente, pode existir a constituição da reserva de lucros a realizar, que posterga o pagamento do dividendo mínimo obrigatório, e a reversão de reservas.

A destinação dos lucros para constituição das reservas estatutárias e de retenção de lucros não poderá ser aprovada em prejuízo distribuição do dividendo obrigatório.

Tabela 1: Exemplo de ajuste do lucro líquido

Lucro Líquido
(-) Prejuízos Acumulados
(-) Reserva legal
(-) Reserva de contingências
(+) Reserva de contingências anos anteriores
(=) Base de cálculo dos proventos
(*) Pay-out
(=) Proventos

2.1.1.1 Dividendo Mínimo Obrigatório

Com o objetivo de proteger o acionista minoritário, a legislação instituiu o dividendo mínimo obrigatório, que deverá ser estabelecido pelo estatuto, em um percentual não inferior a 25% do lucro líquido ajustado. No caso em que não haja determinação sobre o assunto previsto no estatuto social, o dividendo mínimo obrigatório é calculado com base em 50% do lucro líquido do exercício ajustado. Quando o estatuto for omissivo e assembleia geral for alterá-lo, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Na prática, observa-se que os estatutos sociais sempre prevêm o pagamento de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado, evitando assim a obrigatoriedade de distribuição de 50% do lucro líquido ajustado, em caso de omissão.

2.1.1.2 Dividendo das Ações Preferenciais

A Lei 6.404/76, alterada pela Lei 10.303/01, prevê, em seu artigo 17, preferências ou vantagens para as ações preferenciais:

"Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I - em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II - em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III - na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos

I e II.

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

§ 2º Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

§ 3º Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada.

§ 4º Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo.

§ 5º Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros (art. 169).

§ 6º O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182.

§ 7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente

desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia-geral nas matérias que especificar." (NR)”

O art. 182 discrimina as contas que serão classificadas como reservas de capital:

“§1º. Serão classificadas como reservas de capital as contas que registrarem:

- a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias;
- b) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição;
- c) o prêmio recebido na emissão de debêntures;
- d) as doações e as subvenções para investimento.”

O dividendo específico para as ações preferenciais é calculado, de acordo com a determinação do estatuto, com base no capital social ou patrimônio líquido da empresa e o valor apurado algumas vezes é superior ao dividendo mínimo calculado de 25% do lucro líquido ajustado, não em função de uma decisão da administração da empresa, mas por força normativa.

2.1.2 Juros sobre capital próprio

Uma outra forma de remunerar o acionista é por meio do pagamento de juros sobre o capital próprio. O art. 9º da lei 9.249/95 instituiu a possibilidade de dedução das importâncias pagas ou creditadas aos acionistas a título de juros sobre o capital próprio da base de cálculo do imposto de renda. Posteriormente, a lei 9.430, de 27/12/96, alterou parcialmente a sua redação, permitindo a dedução fiscal dos juros remuneratórios do capital na determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro, a partir de 01/01/1997.

Existem duas hipóteses que buscam identificar as motivações para a inclusão do dispositivo legal que permite a dedução fiscal dos rendimentos do capital próprio. Uma corrente explica a alteração na legislação com base na isonomia entre capital próprio e capital de terceiros, uma vez que o sistema tributário anterior à mudança privilegiava as empresas endividadas ao permitir a dedução dos juros sobre capital de terceiros. Essa interpretação baseia-se no art. 9º original do Projeto de Lei nº 913/95, onde o relator do projeto, Deputado Antônio Kandir, *apud* Júnior (2001), apresentava os seguintes argumentos:

“ A medida visa a estimular o auto-financiamento das empresas, pela redução da diferença de tratamento que a atual legislação confere ao capital próprio e ao capital de terceiros. Como se sabe, os juros sobre empréstimos (capital de terceiros) são dedutíveis na determinação da base de cálculo do imposto de renda, enquanto os encargos implícitos sobre a parcela do capital próprio não podem ser deduzidos.

Com isso, a empresa que se financia de forma preponderante com empréstimos de terceiros tem a vantagem comparativa com outra empresa do mesmo porte, que opere no mesmo setor, mas que prefira financiar-se com capital próprio, pois que a primeira deverá pagar menos imposto de renda do que a segunda. (...) Os encargos implícitos sobre o capital próprio consistem no seu custo de oportunidade, vale dizer, no custo equivalente ao quanto renderia se aplicado no mercado financeiro)”.

Outra linha de pensamento defende que o fim da correção monetária das demonstrações financeiras motivou a instituição da possibilidade de dedução dos juros sobre capital próprio para compensar a extinção da apropriação, a débito de resultado, da variação monetária sobre a parcela do patrimônio líquido que excedia o ativo permanente. A Lei 9.249/95, em seu quarto parágrafo, revogou a correção dos balanços:

“Art. 4º Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989, e o art. 1º da Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.”

A introdução do conceito de juros sobre capital próprio foi uma inovação brasileira e as duas hipóteses sobre a motivação do legislador convergem para explicar essa característica no mercado brasileiro. Torres (1997) *apud* Júnior (2001) defende que

se trata “de uma medida típica de países em desenvolvimento, por ser útil apenas quando um Estado pretende aumentar a liquidez das empresas e promover a formação do capital próprio, em lugar de fomentar o uso de capital-empréstimo.”

A extinção da correção monetária também poderia ser uma justificativa para a criação dos juros sobre capital próprio com o objetivo de minimizar os efeitos negativos da alta inflação encontrada somente no mercado brasileiro.

Os juros são calculados sobre as contas do patrimônio líquido, exceto a reserva de reavaliação não realizada, ainda que capitalizada, estando limitados à variação, pro-rata dia, da TJLP-Taxa de Juros de Longo Prazo. O efetivo pagamento ou crédito de juros fica condicionado à existência de lucros, lucros acumulados ou reserva de lucros, que devem representar, pelo menos, duas vezes o montante a ser pago como juros sobre o capital próprio.

Tabela 2: Exemplo de cálculo de juros sobre capital próprio

Exemplo hipotético para fins ilustrativos:	
Patrimônio Líquido p/ cálculo Juros s/ Capital Próprio	100.000
Capital Social	50.000
Reservas (exceto reserva de reavaliação)	25.000
Lucros Acumulados	25.000
<hr/>	
Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP	10%
Lucros Acumulados	25.000
Resultado do período	5.000
<hr/>	
Cálculo do valor-limite dos Juros sobre Capital Próprio	
Patrimônio Líquido * TJLP	10.000
Juros sobre Capital Próprio calculado = máximo (a,b)	12.500
a) 50% do resultado do período	2.500
b) 50% de Lucros Acumulados	12.500
Juros sobre Capital Próprio	10.000

De acordo com estudo realizado por Júnior (2001), o autor identificou que, por ocasião da instituição dos juros sobre capital próprio, houve duas interpretações

em relação à sua natureza. Alguns autores defendiam que os juros sobre capital próprio seriam uma despesa financeira do ponto de vista da pessoa jurídica que paga e rendimento financeiro para o beneficiário. Por outro lado, havia outro entendimento de que seria uma forma de distribuição de resultados. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, por meio do Ofício Circular CVM/SNC/SEP 02/96, apresentou seu entendimento de que a natureza dos juros sobre capital próprio era comparável aos dividendos e, portanto, deveria ser contabilizada como uma distribuição de resultados diretamente à conta de lucros acumulados. Posteriormente, a CVM ratificou esse ponto de vista em sua Deliberação nº 207/96, de 13/12/96:

“I - Os juros pagos ou creditados pelas companhias abertas, a título de remuneração do capital próprio, na forma do artigo 9º da Lei nº 9.249/95, devem ser contabilizados diretamente à conta de Lucros Acumulados, sem afetar o resultado do exercício.

II - Os juros recebidos pelas companhias abertas, a título de remuneração do capital próprio, devem ser contabilizados da seguinte forma:

- a) como crédito da conta de investimentos, quando avaliados pelo método da equivalência patrimonial e desde que os juros sobre o capital próprio estejam ainda integrando o patrimônio líquido da empresa investida ou nos casos em que os juros recebidos já estiverem compreendidos no valor pago pela aquisição do investimento; e
- b) como receita, nos demais casos.

III - Os juros sobre o capital próprio que forem utilizados para aumento de capital ou para manutenção em reserva, na forma do parágrafo 9º do artigo 9º da Lei nº 9.249, deverão ser destinados a partir da conta de Lucros Acumulados e registrados em conta específica de Reserva de Lucros até a sua capitalização.

IV - O imposto de renda na fonte, assumido pela empresa e incidente sobre os juros utilizados na forma do item III, deverá ser reconhecido, como despesa, diretamente na demonstração do resultado do exercício.

V - Os juros pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, previsto no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte.

VI - Em nota explicativa às demonstrações financeiras e às informações trimestrais (ITR's) deverão ser informados os critérios utilizados para determinação desses juros, as políticas adotadas para sua distribuição, o montante do imposto de renda incidente e, quando aplicável, os seus efeitos sobre os dividendos obrigatórios.

VII - O disposto nesta Deliberação aplica-se, exclusivamente, às demonstrações financeiras elaboradas na forma dos artigos 176 e 177 da Lei nº 6.404/76, não implicando alteração ou interpretação das disposições de natureza tributária.

VIII - Caso a companhia opte, para fins de atendimento às disposições tributárias, por contabilizar os juros sobre o capital próprio

pagos/creditados ou recebidos/auferidos como despesa ou receita financeira, deverá proceder à reversão desses valores, nos registros mercantis, de forma a que o lucro líquido ou o prejuízo do exercício seja apurado nos termos desta Deliberação.

IX - A reversão, de que trata o item anterior, poderá ser evidenciada na última linha da demonstração do resultado antes do saldo da conta do lucro líquido ou prejuízo do exercício.

X - Esta Deliberação entra em vigor na data da sua publicação, aplicando-se os seus efeitos aos exercícios sociais iniciados em janeiro deste ano.”

Para as empresas que optam pela distribuição dos resultados por meio de juros sobre o capital próprio, a possibilidade de sua dedução acarreta uma economia dos valores relativos à aplicação das alíquotas de imposto de renda e contribuição social. No caso de o beneficiário se tratar de pessoa jurídica do mesmo grupo, haverá um lançamento em uma conta de receita (tributada) e dessa forma, a vantagem fiscal será anulada, no caso de duas pessoas jurídicas sob o mesmo regime tributário, ou seja, se as duas estiverem ou não sujeitas ao adicional de 10%. No caso de que a pessoa jurídica investidora não estiver submetida ao adicional e a investida sim, haverá um benefício fiscal. Caso contrário, não haveria razões para a distribuição dos lucros por meio de juros sobre capital próprio.

O interesse na distribuição de juros sobre capital próprio pode ser observado na análise do beneficiário dos rendimentos. Caso seja pessoa física, a economia será relativa à vantagem fiscal da contribuição social, uma vez que a

incidência de 15% de imposto de renda na fonte compensa o proveito do imposto de renda na mesma alíquota. Se houver a incidência do adicional de 10%, o benefício tributário é maior.

Em relação aos investidores, a remuneração por meio de dividendos não tem incidência de tributação desde 01/01/1996, enquanto que no caso dos juros sobre capital próprio são tributados na fonte à alíquota 15%. No caso de beneficiários residentes ou domiciliados em países que não tribuam a renda ou o façam a uma alíquota inferior a 20%, terão a incidência de uma alíquota de 25%, conforme a Lei 9.779/99. A partir de 01/01/98, os fundos de investimento, clubes de investimento, carteiras administradas e qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo, não são tributados, conforme art. 28 §10º alínea 'b' e art. 33 da Lei 9.532/97. Além disso, o art.3º da IN SRF nº 12/99 reconhece a não incidência do imposto de renda retido na fonte sobre rendimentos de juros remuneratórios do capital próprio pagos ou creditados a pessoa jurídica imune.

Na prática, os juros sobre capital próprio são uma alternativa à distribuição de dividendos, de acordo com a conveniência tributária. A legislação prevê que o estatuto pode autorizar os órgãos da administração a distribuir proventos em períodos menores ao exercício social desde que o total pago não exceda o montante das reservas de capital.

De acordo com o art. 205 da Lei 6.404/76, os proventos deverão ser pagos, salvo deliberação ao contrário da Assembléia Geral, no prazo de 60 dias da data em que for declarado, ou em qualquer caso, dentro do exercício social.

Um exemplo prático permite melhor entendimento de como são calculados os proventos a serem distribuídos aos acionistas. A empresa Brasil Telecom Participações S/A, em seu balanço de 2003, descreve como chega ao montante final a ser pago aos acionistas, considerando os aspectos legais e estatutários.

Tabela 3: Cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios de acordo com a legislação

	2003	2002
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	144.166	443.441
MAIS		
<i>REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR</i>	87.250	353.659
MENOS		
<i>APROPRIAÇÃO À RESERVA LEGAL</i>	(7.208)	(22.172)
LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO	224.208	774.928
25% DO LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO	56.052	193.732

Fonte: Notas Explicativas da empresa

O estatuto da companhia prevê pagamento para as ações preferenciais calculados sobre o capital social ou patrimônio líquido:

“Art. 11 - As ações preferenciais não têm direito a voto, exceto nas hipóteses do parágrafo único deste artigo e no parágrafo único do artigo 14, sendo a elas assegurada prioridade no recebimento de dividendo mínimo e não cumulativo de 6% (seis por cento) ao ano calculado sobre o valor resultante da divisão do capital social pelo número total de ações da companhia ou de 3% (três por cento) ao ano, calculado sobre o valor resultante da divisão do patrimônio líquido contábil pelo número total de ações da companhia, o que for maior.”

O cálculo dos dividendos, decorrente da aplicação de 3% sobre o saldo do patrimônio líquido, resultou nos seguintes valores:

Tabela 4: Cálculo dos dividendos mínimos obrigatórios de acordo com o estatuto

DIVIDENDOS PROVISIONADOS	2003	2002
ORDINÁRIAS	71.338	72.562
PREFERENCIAIS	119.840	121.170
TOTAL	191.178	193.732
REMUNERAÇÃO POR LOTE DE MIL AÇÕES (EM REAIS)		
ORDINÁRIAS	0,538194	0,551115
PREFERENCIAIS	0,538194	0,551115

Fonte: Notas Explicativas da empresa

A companhia creditou juros sobre o capital próprio a seus acionistas durante o exercício, de acordo com a posição acionária na data de cada crédito efetuado. Os JSCP creditados foram imputados aos dividendos, líquidos do imposto de renda de fonte, na data de encerramento do exercício, como proposta para destinação de resultados a ser apresentada para aprovação da assembleia geral ordinária de acionistas.

Tabela 5: Proventos distribuídos sob a forma de juros sobre capital próprio

	2003	2002
JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO – JSCP – CREDITADOS	220.200	159.300
AÇÕES ORDINÁRIAS	82.270	59.884
AÇÕES PREFERENCIAIS	137.930	99.416
IMPOSTO DE RENDA RETIDO NA FONTE (IRRF)	(33.030)	(23.895)
JSCP LÍQUIDOS	187.170	135.405

Fonte: Notas Explicativas da empresa

Tabela 6: Imputação dos juros sobre capital próprio aos dividendos obrigatórios

	2003	2002
DIVIDENDOS MÍNIMOS OBRIGATÓRIOS (ART. 202 DA LEI 6404/76)	191.178	193.732
MENOS		
JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO, LÍQUIDOS DE IRRF	(187.170)	(135.405)
DIVIDENDOS COMPLEMENTARES AOS JSCP	4.008	58.327

Fonte: Notas Explicativas da empresa

Inicialmente, a empresa calculou 25% do lucro líquido ajustado, de acordo com a legislação, deduzindo o valor referente à constituição da reserva legal e revertendo a reserva de lucros a realizar constituída em anos anteriores. Depois,

calculou o dividendo mínimo estabelecido de acordo com o estatuto social. O montante mínimo a ser distribuído, neste caso, é o calculado com base no patrimônio líquido e não sobre o lucro líquido ajustado. A companhia, com o intuito de aproveitar o benefício fiscal, que permite reduzir o montante a ser pago aos acionistas da base de cálculo do imposto de renda e contribuição social, decidiu creditar os proventos sob a forma de juros sobre o capital próprio. Como sua forma de cálculo impõe limitações ao valor máximo a ser distribuído, a diferença para atingir o montante mínimo obrigatório foi completada por meio do pagamento de dividendos complementares aos acionistas.

No exemplo utilizado, a reserva de lucros a realizar foi constituída em 1998 e representa as receitas contabilizadas e ainda não realizadas financeiramente, compreendendo os ajustes de investimentos avaliados pelo método da equivalência patrimonial. Em 31/12/98, o saldo da conta era de R\$1.792.844 mil. A reserva é realizada quando do recebimento de dividendos ou bonificações sem custo das controladas ou pela baixa dos investimentos e é contabilizada em contrapartida à conta de Lucros Acumulados.

Tabela 7: Movimentação das reservas de lucros a realizar de acordo com a legislação

	GANHOS NOS INVESTIMENTOS AVALIADOS PELO PATRIMÔNIO LÍQUIDO
SALDO EM 28 DE FEVEREIRO DE 1998	1.692.048
CONSTITUIÇÃO LÍQUIDA	100.796
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 1998	1.792.844
CONSTITUIÇÃO	-
REVERSÃO PARA LUCROS ACUMULADOS	(294.402)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 1999	1.498.442
REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	(82.282)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2000	1.416.160
REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	(272.281)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2001	1.143.879
REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	(353.659)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2002	790.220
REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	(87.250)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2003	702.970
REALIZAÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	(31.907)
SALDO EM 31 DE DEZEMBRO DE 2004	671.063

Fonte: Notas Explicativas da empresa

Para os próximos exercícios, existe ainda o montante de R\$671.063 mil a ser incluído na base de cálculo dos proventos a serem distribuídos aos acionistas. No exemplo anterior, verifica-se que os valores revertidos nos anos de 2002 e 2003 foram R\$353.659 mil e R\$87.250 mil, respectivamente, conforme observado na tabela 3.

2.1.3 Reserva Legal

A legislação prevê a necessidade de constituição da reserva legal, que representa 5% do lucro líquido do exercício até o montante de 20% do capital social. Sua finalidade é assegurar a integridade do capital social e sua utilização é limitada à compensação de prejuízos ou aumento do capital social. A empresa poderá deixar de constituir a reserva legal no exercício caso o saldo de sua reserva acrescido ao saldo das reservas de capital excedam 30% do capital social.

2.1.4 Reserva de Lucros a Realizar

Caso o montante dos dividendos obrigatórios ultrapasse a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembléia geral poderá, por proposta da administração, destinar o excesso à constituição da reserva de lucros a realizar, que somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório. Pode ser considerada como parcela realizada do lucro líquido do exercício aquela que exceder o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial e o lucro, ganho ou rendimento em operações em que a realização financeira ocorrerá após o término do exercício social seguinte. O pagamento do dividendo poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar. Os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e não tiverem

sido utilizados para absorver prejuízos de exercícios seguintes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização.

2.1.5 Reserva Estatutárias

Além da reserva legal, o estatuto poderá criar reservas desde que indique, de modo preciso e completo, sua finalidade sendo que não poderá ser nenhuma das finalidades já existentes nas destinações previstas em lei. Além disso, o estatuto deve fixar critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição, bem como estabelecer seu limite máximo.

2.1.6 Reserva para Contingências

Uma outra reserva prevista na legislação brasileira é a reserva para contingências regulamentada pelo art.195 da Lei 6.404/76. Esta reserva tem por finalidade compensar em exercício futuro a diminuição do lucro decorrente da perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado. A proposta da administração da empresa deve indicar a causa da perda prevista, bem como justificar sua constituição. Esta reserva deverá ser revertida no exercício em que deixarem de existir as razões que justificaram sua constituição ou em que ocorrer a perda. Tal reversão deverá ser acrescida à base de cálculo do dividendo obrigatório, uma vez que, ao ser constituída, foi excluída dessa base.

2.1.7 Reserva de Lucros para Expansão

A assembléia geral, por proposta da administração, poderá deliberar constituir uma reserva de retenção de lucros para projetos de investimentos previstos em orçamento de capital, previamente aprovado, que deverá conter todas as fontes de

recursos e aplicações de capital e poderá ter a duração de até cinco exercícios. No entanto, o orçamento que tiver duração superior a um exercício social deverá ser revisado anualmente pela assembleia geral que deliberar sobre o balanço do exercício.

O saldo das reservas de lucros não pode exceder o capital social, exceção feita às reservas de contingência e de lucros a realizar. Ao atingir o limite, a assembleia geral deverá deliberar sobre sua destinação, podendo ser aplicada na integralização ou aumento de capital social ou na distribuição de dividendos.

2.1.8 Recompra de ações

Embora não esteja incluída neste trabalho, acrescenta-se, a título complementar, informação sobre a legislação relativa à recompra de ações.

A Instrução CVM nº 10, de 14/02/80, alterada pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários nº 268/97 e 390/03, regulamenta a recompra de ações. A norma dispõe sobre a aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão para cancelamento ou permanência em tesouraria e posterior alienação, desde que o estatuto social atribua ao Conselho de Administração poderes para tal.

O artigo 2 da referida instrução impõe algumas limitações para a aquisição de ações da própria companhia:

- não poderá implicar em diminuição do capital social;
- não poderá criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de ações, nem envolver práticas não equitativas;
- não poderão ser objeto de tais negociações, ações não integralizadas ou pertencentes ao acionista controlador;

- não pode ser feita quando existir um processo de oferta pública de aquisição de suas ações em curso.

Além disso, as empresas não poderão manter em tesouraria quantidade superior a 10% de cada classe de ações em circulação no mercado. O prazo máximo para realização das operações autorizadas não poderá exceder 365 dias e o preço de aquisição não poderá ser superior ao valor de mercado.

A empresa deverá alienar as ações em tesouraria que excederem o saldo de lucros e reservas disponíveis no prazo de três meses a contar da aprovação do balanço em que se apurar o excesso. As ações mantidas em tesouraria não têm direitos patrimoniais ou políticos.

Como existem restrições contábeis para o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio previstas na legislação, as empresas, muitas vezes, utilizam o recurso de oferecer um programa de recompra de ações para distribuir o excesso de caixa livre. Esse tópico, no entanto, não será tratado neste trabalho.

2.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS DE PROVENTOS

Observa-se na tabela 8, que a partir dos dados históricos de *payout* das empresas brasileiras no período 1999-2004, extraídas da amostra composta por 76 empresas não financeiras que compõem o Índice Brasil (IBrX 100) da Bovespa, carteira teórica de 08/04/2005, em média, 65% das empresas analisadas pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório nos seis anos, 12% distribuíram o mínimo estabelecido em lei, enquanto que 23% não pagaram proventos. Essa média, no entanto, sofre a influência dos anos de 1999 e 2002, quando se observa um aumento no percentual de

empresas da amostra que não distribuíram dividendos a seus acionistas. Nesses dois anos, verifica-se uma forte desvalorização do real frente ao dólar, 48% e 52%, respectivamente, o que provoca um impacto no resultado de algumas empresas que possuem custos ou financiamentos atrelados à moeda estrangeira.

Um aspecto que se observa no cálculo dos proventos para as ações preferenciais é que algumas empresas acrescentam 10% sobre os proventos calculados, de acordo com a Lei 10.303, de 31/10/2001, artigo 17§ 1º inciso II, conforme descrição no capítulo anterior. Na tabela abaixo, foi considerado como “dividendo mínimo”, o percentual exato de 25%.

Tabela 8: Distribuição de proventos por classes de pagamento

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Acima Mínimo	56,0%	65,8%	72,4%	55,3%	68,4%	73,7%
Mínimo	13,3%	17,1%	7,9%	11,8%	11,8%	11,8%
Sem pagamento	30,7%	17,1%	19,7%	32,9%	19,7%	14,5%

Fonte: Notas Explicativas das empresas da amostra

Caso fosse observado que a maior parte das empresas pagava o dividendo mínimo obrigatório, o fator determinante para a decisão da distribuição de proventos aos acionistas seria o aspecto legal. No entanto, conforme verificado na tabela 8, o maior percentual observado constitui-se de empresas que distribuem proventos, acima do mínimo obrigatório, o que fortalece a hipótese de que existem aspectos adicionais à legislação, que influenciam a decisão dos administradores em relação à política de proventos.

Algumas medidas numéricas podem explicar a natureza da amostra em análise. Duas características importantes dos dados, que podem ser evidenciados são: (i) o valor central ou mais típico do conjunto; (ii) a dispersão dos números. Neste caso,

foram calculadas a média aritmética e a mediana como medidas de tendência central. A média é influenciada por cada valor do conjunto, inclusive os extremos, enquanto que a mediana é relativamente insensível aos valores extremos. As medidas de dispersão indicam se os valores estão relativamente próximos ou separados. O desvio padrão é uma das medidas mais comumente usadas para distribuições e a unidade do desvio padrão é a mesma da média. Uma análise descritiva da amostra selecionada permite observar que existe uma grande dispersão, devido à diferença de porte das empresas e dos lucros por elas gerados. O valor mínimo em todos os anos é nulo, pois a existência de prejuízos ou prejuízos acumulados não constitui base para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório. Em uma distribuição normal teórica, o coeficiente de assimetria é nulo e o coeficiente de curtose é igual a 3 e 68% dos números estão a um desvio-padrão da média e 95% estão a dois desvios-padrão da média. No caso analisado, verifica-se que, de acordo com esses critérios, a amostra para cada um dos anos, não apresenta uma distribuição normal.

Tabela 9: Estatísticas descritivas de *payout*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Observações	75	76	76	76	76	76
Média	40,7%	106,4%	53,7%	36,6%	42,3%	59,7%
Mediana	26,2%	28,0%	31,1%	25,6%	28,1%	28,2%
Desvio Padrão	77,7%	604,7%	98,2%	64,6%	49,1%	35,6%
Mínimo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Máximo	633,1%	5300,9%	599,9%	430,2%	267,0%	168,0%
Assimetria	6,3	8,7	4,8	4,6	2,8	1,5
Curtose	46,6	75,5	24,5	24,7	9,6	2,2

Algumas empresas distribuem proventos em níveis bem superiores à média do grupo. Na amostra estudada, o nível de *payout* pago pelas seguintes companhias levou a uma dispersão elevada do conjunto de dados.

Tabela 10: Empresas que distribuíram um *payout* superior a 100%

1999	Aracruz, Belgo Mineira, Cemig, Eternit e Souza Cruz
2000	Confab, Copesul, Eternit e Eletropaulo
2001	Braskem, Copesul, Tele Leste Celular, Telemar, Telemar Norte Leste e Sabesp
2002	Aracruz, Copesul e Telemar Norte Leste
2003	Brasil Telecom, Confab, Eletrobrás, Telemar Norte Leste e Telesp
2004	Ambev, Confab, Telemar, Telemar Norte Leste e Telesp

A partir de 2001, as empresas de telefonia fixa apresentam uma tendência para distribuição de proventos acima do *payout* de 100%. As demais empresas se alternam ano a ano, com destaque para a Copesul e Confab que são encontradas em vários anos da amostra selecionada.

Conforme observado na legislação estudada, existem restrições à origem dos recursos para distribuição dos dividendos, que é composta pelo lucro do exercício, lucros acumulados e reservas de lucros. Isto significa dizer que, no longo prazo, as empresas tendem a um *payout* máximo de 100%, uma vez que os lucros acumulados e reservas de lucros serão totalmente utilizados por ocasião de pagamentos superiores ao lucro líquido do exercício. Alguns fatores como a constituição de reservas e suas reversões podem contribuir para um maior prazo de pagamentos superiores a 100%. Caso os pagamentos de proventos em patamares superiores a 100% sejam considerados como *outliers* na amostra, verifica-se um nível de dispersão menor e as medidas de tendência central observadas se aproximam de conclusões mais próximas a uma tendência de pagamento de longo prazo.

Tabela 11: Estatística com empresas que pagaram até 100% de *payout*

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Observações	70	72	70	76	71	71
Média	27,0%	32,6%	31,9%	25,7%	31,8%	30,5%
Mediana	25,6%	27,2%	29,8%	25,5%	27,8%	27,6%
Desvio Padrão	25,4%	23,4%	23,7%	24,8%	24,5%	25,9%
Mínimo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Máximo	100,0%	100,0%	100,0%	95,7%	92,9%	100,0%
Assimetria	0,9	0,7	0,8	1,0	0,8	0,9
Curtose	0,7	0,6	1,0	0,8	0,4	0,7

A restrição imposta à amostra de que o *payout* máximo limita-se ao percentual de 100% do lucro líquido ajustado permite a análise de alguns aspectos:

- 1) O ano de 2002 apresenta o maior número de observações em função do aumento do número de empresas que não distribuíram dividendos;
- 2) A média da variável *payout* situa-se em torno de 30%, enquanto que a mediana está mais próxima de 27%.
- 3) A dispersão, medida pelo desvio padrão, apresenta uma forte redução, o que significa que os dados não se encontram tão distantes da média como observado na tabela 09.

Na análise do comportamento da amostra, em valores nominais, verifica-se que devido ao diferente porte das empresas estudadas, existe uma variância muito grande nos dados.

Tabela 12: Estatísticas descritivas de proventos (R\$mil)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Observações	75	76	76	76	76	76
Média	81.769	155.155	174.942	147.839	286.758	372.943
Mediana	13.108	30.518	31.700	29.023	51.025	79.997
Desvio Padrão	178.679	352.255	475.664	367.444	797.570	811.383
Mínimo	-	-	-	-	-	-
Máximo	852.592	2.432.873	3.584.143	2.761.460	5.647.170	5.044.074
Assimetria	3,2	4,5	5,6	5,3	5,3	3,9
Curtose	9,9	24,4	36,4	34,7	31,1	17,0

Como a presença de observações aberrantes pode resultar na presença de heterocedasticidade, uma alternativa seria a transformação da variável em sua forma logarítmica de forma a reduzir o desvio padrão da amostra.

Tabela 13: Estatísticas descritivas de proventos (ln (Proventos))

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Observações	52	63	61	53	61	63
Média	10,5	10,9	11,1	11,2	11,5	11,8
Mediana	10,5	10,9	11,0	11,2	11,4	11,7
Desvio	1,8	1,6	1,5	1,4	1,7	1,6
Mínimo	5,6	6,9	7,9	8,3	6,3	7,5
Máximo	13,7	14,7	15,1	14,8	15,5	15,4
Assimetria	-0,5	0,0	0,4	0,3	-0,2	0,1
Curtose	0,6	-0,2	0,0	-0,2	1,1	-0,1

Na forma logarítmica, o número de observações reduz-se em função da exclusão das empresas que não pagaram dividendos. Nessa análise verifica-se que a média se aproxima da mediana, ou seja, o impacto das observações discrepantes é bastante reduzido e reflete em melhores indicadores de assimetria e curtose, inclusive em relação à análise da Tabela 11.

Dessa forma, podemos concluir que a análise das estatísticas descritivas da amostra selecionada permite observar como as características específicas da

legislação brasileira influenciam a distribuição de proventos, uma vez que existem restrições contábeis para o pagamento de dividendos e juros sobre o capital próprio, tais como a necessidade da existência de lucros, lucros acumulados ou reserva de lucros. Um fato interessante que cabe ressaltar é que o percentual de empresas que pagam o dividendo mínimo manteve-se constante nos últimos três anos. Dessa forma, em 2002, quando se verifica um aumento na proporção de empresas que não pagaram proventos, principalmente, em função da desvalorização cambial que afetou os resultados, a redução corresponde ocorre na categoria de companhias que distribuem acima do mínimo obrigatório. Isto equivale a dizer que, em alguns casos a existência de prejuízo no período reduz a predisposição ao pagamento de proventos, mesmo daquelas empresas que consideram a política de proventos relevante e distribuem recursos aos acionistas acima do mínimo estabelecido na legislação.

3. METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA E OBTENÇÃO DOS DADOS

A amostra foi constituída a partir do IBrX - Índice Brasil, com base na carteira teórica de 08/04/2005. Esse índice de preços mede o retorno de uma carteira teórica composta por 100 ações, de 81 empresas, selecionadas entre as mais negociadas na BOVESPA, em termos de número de negócios e volume financeiro (medido nos últimos doze meses). O período de análise abrange os anos de 1999 a 2004, pois o mercado acionário apresentou significativas mudanças em decorrência dos movimentos de privatização, que permitiram o surgimento de novas empresas com controle privado nacional ou estrangeiro e necessidade de novos investimentos. Devido às características específicas das instituições financeiras, a opção foi de desconsiderá-las no estudo, o que reduziu a amostra inicial para 76 empresas.

Para testar a consistência das informações obtidas no sistema Económica, foram comparados os dados relativos ao *payout*, para o período entre 1999 a 2003, com os calculados a partir das notas explicativas das empresas da amostra. Os resultados obtidos possuíam diferenças relevantes, inclusive se observavam indicadores negativos e inferiores ao mínimo obrigatório de 25%. Em uma análise preliminar para verificar a origem das divergências, apurou-se que os dados da

Economática, além de considerarem na base de cálculo os anos em que a empresa apresentou prejuízos, não levavam em consideração as reversões das reservas. Adicionalmente, os dividendos eram provenientes das informações contidas na Demonstração de Origens e Aplicações – DOAR, que muitas vezes, inclui ajustes de anos anteriores, distorcendo assim o índice *payout* do ano observado.

Como o resultado apurado com as informações do sistema Economática não apresentou a confiabilidade esperada, foi constituída uma nova base de dados, a partir das demonstrações financeiras. Foram calculados os indicadores *payout* para as empresas que compunham a carteira teórica do IBrX- Índice Brasil, de 08/04/2005, para os seis anos do período selecionado.

Como o objetivo do trabalho é identificar os aspectos que os administradores levam em consideração na tomada de decisão dos proventos a serem distribuídos aos acionistas, foram excluídas da amostra as empresas que não pagaram dividendos ou juros sobre capital próprio em quaisquer dos anos analisados. O principal motivo é o fato de que, em função da legislação brasileira, não existe a opção, por parte da empresa, de decidir pelo não pagamento de proventos. O único fator que pode embasar a ausência de distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio é a base de cálculo nula ou negativa, conforme apresentada no item 2.1.1 deste trabalho.

Como os resultados de 1999 sofreram um impacto forte da variação cambial e houve um percentual elevado de empresas que não distribuíram proventos, somente comparável com 2002, esse ano foi desconsiderado na amostra e o estudo teve como base o período de 2000 a 2004. Esse mesmo critério não foi estendido para o ano de 2002, pois a sua exclusão não representaria um aumento significativo nos dados de

corte. Como as empresas da amostra estudada possuem portes diferentes, o nível de dispersão é bastante elevado. Retirou-se, então, da amostra aquelas empresas que estavam acima de dois desvios-padrão da média, pois, conforme observado no capítulo anterior, 95% das observações estão a dois desvios-padrão da média em uma distribuição normal teórica e, dessa forma, a amostra final constitui-se de 34 empresas no período de 2000 a 2004, ou seja, 170 observações.

3.2 DESCRIÇÃO E HIPÓTESES SOBRE AS VARIÁVEIS UTILIZADAS

Na metodologia econométrica clássica, o modelo que fundamenta o fenômeno estudado deve estar corretamente especificado. A escolha das variáveis independentes deve apresentar uma base teórica que justifique sua inclusão no modelo testado. A literatura apresenta evidências empíricas nacionais e internacionais dos aspectos que seriam determinantes para a decisão do montante a ser distribuído aos acionistas sob a forma de proventos. Para verificar os fatores relevantes na determinação da política de proventos foi utilizado, como variável dependente, o valor dos proventos declarados no ano, deflacionados pelo IGP-DI, da Fundação Getúlio Vargas.

Das variáveis explicativas que foram testadas nos estudos empíricos, o lucro líquido é considerado como o fator mais importante para a determinação dos proventos. O primeiro trabalho, que destacou sua importância, foi desenvolvido por Lintner (1956). Fama e Babiak (1968) encontraram evidências consistentes de sua relevância no modelo de dividendos testado. Estudos mais recentes como Aivazian e Booth (2003) e no Brasil, Silva e Brito (2003) e Heineberg e Procianoy (2003) confirmaram que a lucratividade afeta de forma positiva a política de proventos. Além

disso, por força da legislação brasileira, o lucro líquido é a base de cálculo dos proventos.

Os trabalhos que se basearam na teoria que defende a influência da estrutura de capital no estabelecimento da política de proventos, como, por exemplo, Baskian (1989) e Deshmukh (2003), concluíram que existiam evidências de que os investimentos são sensíveis à geração interna de recursos. De acordo com a teoria de *pecking order*, as empresas preferem se financiar com recursos internos e, somente no caso de recursos adicionais, recorreriam à emissão de dívidas. No estudo de Dempsey e Laber (1992), que pertencem a uma outra corrente que trata dos custos de agência, os autores consideram que um crescimento na receita levaria a uma necessidade de maiores investimentos e a retenção de lucros seria uma alternativa para evitar os custos de transação com financiamentos com recursos de terceiros.

Aivazian e Booth (2003) verificaram que, se por um lado a lucratividade afeta de forma positiva a política de proventos, o nível de endividamento tem um impacto negativo, o que dá suporte à teoria do fluxo de caixa residual. Baskian (1989) concluiu que existe uma relação negativa entre dívida e dividendos, também evidenciada no estudo brasileiro de Silva e Brito (2003).

Os resultados do trabalho de Deshmukh (2003) indicaram que a probabilidade de pagamento de dividendos está positivamente relacionada com o tamanho da empresa e de seu fluxo de caixa e negativamente relacionada com as oportunidades de crescimento. Já Aivazian e Booth (2003) e Silva e Brito (2003) não encontraram evidências de que o tamanho da empresa afete a política de proventos, mas concordam que o pagamento de dividendo tem relação positiva com o excesso de caixa.

Devido a características específicas do mercado brasileiro, Daniel (1998) ressalta em sua pesquisa que em alguns dos casos analisados empresas que pagaram dividendos superiores ao mínimo obrigatório o fizeram devido à necessidade de pagamento de dividendos às ações preferenciais, baseados no capital social ou patrimônio líquido.

De acordo com o princípio da parcimônia, citado por Gujarati (2000), o modelo deve ser especificado da maneira mais simples possível com a introdução de variáveis-chave que possam explicar de forma consistente o fenômeno em estudo. Em consonância com os aspectos teóricos estudados, as variáveis explicativas que foram testadas neste trabalho foram: lucro líquido, investimentos, endividamento, fluxo de caixa, tamanho da empresa e dividendos estatutários.

a) Lucro Líquido: De acordo com a legislação brasileira, existe a necessidade de pagamento do dividendo mínimo obrigatório que corresponde a 25% do lucro líquido ajustado. Conforme abordado no capítulo anterior, o lucro líquido é ajustado pelas reservas, como por exemplo, constituição da reserva legal obrigatória, ou reserva de lucros a realizar quando o montante dos dividendos mínimos obrigatórios ultrapasse a parcela de realizada do lucro líquido do exercício. Em outros anos, podemos observar a reversão das reservas por força de legislação ou decisão da empresa para elevar a base de cálculo dos proventos. O lucro líquido é uma variável relevante, com impacto positivo, na determinação dos proventos. É a base de seu cálculo e, caso omitida, os procedimentos usuais de intervalo de confiança e teste de hipótese poderiam levar a conclusões enganosas a respeito da significância estatística dos parâmetros estimados.

b) Investimentos: Justifica-se a análise de seu impacto na política de proventos, pois os recursos desembolsados para os investimentos e crescimento da empresa concorrem com o pagamento de proventos para os acionistas.

c) Endividamento: O endividamento do ano teria um impacto negativo na distribuição de proventos porque o pagamento das parcelas devidas reduziria os recursos disponíveis para a distribuição aos acionistas. Dessa forma, optou-se pela utilização da dívida financeira de curto prazo como proxy dos desembolsos efetuados no ano relativos ao endividamento da empresa;

d) Fluxo de Caixa Residual: Como algumas empresas justificam o pagamento de dividendos em função do excesso de caixa em suas notas explicativas, buscou-se uma variável que representasse o montante que a empresa efetivamente tivesse em caixa no final do período. Foi utilizada a conta “disponibilidades” para obter o valor que serviria de base para a decisão de pagamento dos dividendos. Uma premissa do modelo testado é que o desembolso dos proventos é realizado no ano seguinte, ou seja, não há pagamento de dividendos intermediários e portanto, o saldo na conta “Disponibilidades” reflete o saldo em caixa antes do pagamento dos proventos do ano.

e) Tamanho da empresa: A expectativa em relação ao tamanho da companhia seria determinar se empresas maiores são mais sólidas e, portanto, apresentam menos volatilidade em seus ganhos e também em seu fluxo de caixa e dessa forma, tendem a distribuir mais proventos a seus acionistas, como verificado no estudo de Silva e Brito (2003). Além disso, Deshmukh (2003) defende que o tamanho da empresa pode ser considerado como *proxy* para a assimetria de informações, uma vez

que maiores empresas possuem maior transparência e quanto menor a assimetria de informações, maior a probabilidade de distribuição de dividendos;

f) Dividendo estatutário: Além das exigências legais, as empresas estão sujeitas às normas previstas nos estatutos sociais. Alguns estabelecem um dividendo mínimo superior ao mínimo legal e em outros, são determinados um dividendo mínimo para as ações preferenciais com base no capital social ou patrimônio líquido. Como o dividendo calculado com base no capital social ou patrimônio líquido poderia ser menor que o percentual mínimo legal de 25%, somente foram incluídos, via variável dummy, aqueles que superavam os dividendos legais.

Tabela 14: Resultados esperados para as variáveis do modelo

Fatores	Proxy	Representação	Relação Esperada ¹
Política de Proventos	PROVENT	Métrica	Variável Dependente
Lucro Líquido	LLIQ	Métrica	Positiva
Investimentos	INVEST	Métrica	Negativa
Endividamento	DIVCP	Métrica	Negativa
Fluxo de caixa residual	DISP	Métrica	Positiva
Tamanho da empresa	ATIVOTOT	Métrica	Positiva
Dividendos estatutários	DIVESTAT	<i>Dummy</i>	Positiva

¹ A Relação Esperada é a expectativa de resultados entre uma determinada variável independente e a variável dependente Proventos Distribuídos no Ano.

Onde:

PROVENT = valor dos proventos distribuídos no ano, deflacionado pelo IGP-DI

LLIQ = lucro líquido ajustado do período, deflacionado pelo IGP-DI

INVEST = valor dos investimentos realizados no ano, deflacionado pelo IGP-DI

DIVCP = somatório dos empréstimos, financiamentos e debêntures de curto prazo no ano, deflacionado pelo IGP-DI

- DISP = excesso de caixa, medido por “Disponibilidades” , deflacionado pelo IGP-DI
- ATIVOTOT = o ativo total é utilizado como *proxy* do tamanho da empresa, deflacionado pelo IGP-DI
- DIVESTAT = dividendos estatutários superiores ao mínimo obrigatório, medidos por variável *dummy* – 0 para inexistência de cláusula no estatuto e 1 para existência de dividendos estatutários em percentuais superiores a 25% do lucro líquido ajustado.

3.3 METODOLOGIA E MÉTODOS DE ESTIMAÇÃO E REGRESSÃO

A análise de regressão múltipla com dados em painel com efeitos fixos nos dados de corte foi a metodologia utilizada nesta pesquisa. Uma amostra de dados longitudinais ou dados em painel é aquela que inclui observações de um corte transversal (*cross-section*) ao longo de um período de tempo. Marques (2000) destaca em seu estudo que o maior número de observações em comparação com as regressões tradicionais de corte transversal ou temporal aumenta os graus de liberdade da estimação, reduzindo a colineariedade entre as variáveis e, deste modo, proporciona maior eficiência às estimativas. Segundo, Wooldridge (2003) a utilização do estimador de efeitos fixos é apropriada quando os efeitos não observáveis estão correlacionados com as variáveis explicativas.

Negri (2004) define, em seu trabalho, que a estimação do modelo de efeitos fixos é, na verdade, a própria estimação de um modelo de regressão múltipla com variáveis binárias para cada uma das N unidades de análise, tal que o acréscimo destas variáveis faz com que o intercepto da regressão seja diferente para cada uma destas unidades e capte as heterogeneidades existentes entre elas. O estimador de

mínimos quadrados ordinários (OLS) será um estimador consistente e eficiente do modelo e é chamado de LSDV (*Least Squares Dummy-Variable Model*). No entanto, em alguns casos, as diferenças entre os indivíduos possuem um caráter aleatório de distribuição. A especificação do modelo de efeitos aleatórios trata os efeitos específicos individuais como variáveis aleatórias. Neste modelo, supõe-se que não há correlação entre os efeitos individuais e as demais variáveis aleatórias. A sua estimação se daria através da utilização do método dos mínimos quadrados generalizados (GLS). Se o propósito central da análise for testar o efeito de variáveis como aquelas que classificam os indivíduos em grupos, a especificação do modelo de efeitos aleatórios mostra-se mais apropriada.

Heinenberg e Procianoy (2003) também realizaram uma estimação com efeitos fixos onde assumem que a diferença entre os dados *cross section* pode ser capturada no termo constante e dessa forma, buscam prever o comportamento individual de cada empresa da amostra.

A amostra utilizada para a estimação dos aspectos determinantes da política de proventos se caracteriza por um painel de empresas brasileiras analisadas no período de cinco anos. A especificação básica que será utilizada é a seguinte:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde:

$i = 1, 2, \dots, 34$ (empresas);

$t = 2000, 2001, \dots, 2004$ (períodos);

y_{it} = proventos para cada empresa em um determinado período;

x_{it} = matriz das variáveis explicativas;

β = parâmetros a serem estimados;

α_i = efeito fixo das empresas – busca capturar características não observáveis inerentes a cada companhia e que não variam ao longo do tempo, tal ($\alpha_i \sim (0, \sigma^2_{\alpha})$);

ε_{it} = um distúrbio estocástico tal que $\varepsilon_{it} \sim (0, \sigma^2_{\varepsilon})$. Além disso, tem-se que $E[\varepsilon_{it} x_{it}] = 0$.

Apesar de não adequado ao modelo utilizado, cabe destacar que além dos efeitos das unidades individuais, existem modelos podem também captar os efeitos específicos no tempo, assumindo assim a seguinte formulação:

$$y_{it} = \alpha_i + \delta_t + \beta x_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

onde:

δ_t – efeito fixo temporal – busca capturar todas as características não observáveis

inerentes aos períodos e que não variam para cada empresa, tal que ($\lambda_i \sim (0, \sigma^2_{\lambda})$)

3.4 FORMA FUNCIONAL DA REGRESSÃO

No modelo de regressão múltipla, não é fácil determinar a forma funcional adequada já que, graficamente, não é possível visualizar diagramas de dispersão em dimensões múltiplas. A análise de regressão exige que as variáveis independentes (x) e dependentes (y) sejam variáveis contínuas e que para cada “x” a distribuição de valores de “y” seja normal.

De acordo com Gujarati (2000) existem duas interpretações para a linearidade de uma regressão: linearidade nas variáveis e linearidade nos parâmetros. A interpretação utilizada foi a de que o termo regressão “linear” significa uma regressão linear nos parâmetros e as variáveis explicativas podem ou não ser lineares.

A análise de regressão foi feita realizada, no software E-views 5.0, para a amostra especificada no item 3.1 da metodologia para os anos de 2000 a 2004 com dados deflacionados pelo índice IGP-DI, da Fundação Getúlio Vargas (FGV).

Como o diferente porte das empresas utilizadas da amostra proporciona um alto grau de dispersão dos dados, a transformação em um modelo linear nos logaritmos das variáveis y e x mostrou-se mais adequada para satisfazer as hipóteses do modelo clássico. A regressão analisada possui a seguinte especificação:

$$\ln (PROVENT)_{it} = b_0 + b_1 \ln(LLIQ)_{it} + b_2 \ln(INVEST)_{it} + b_3 \ln(DIVCP)_{it} + b_4 \ln(DISP)_{it} + b_5 \ln(ATIVOTOT)_{it} + b_6 DIVESTAT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Uma característica interessante deste modelo, que favorece a sua utilização em vários estudos empíricos, é que o coeficiente de inclinação mede a elasticidade da variável dependente em relação à variável explicativa.

Tabela 15: Correlação entre as variáveis estudadas (ln)

	LLIQ	ATIVOTOT	DIVESTAT	DISP	DIVCP	INVEST
LLIQ	1,0000	0,7368	0,0092	0,0719	0,5752	0,5969
ATIVOTOT	0,7368	1,0000	0,1754	0,0329	0,7654	0,8148
DIVESTAT	0,0092	0,1754	1,0000	0,0307	0,1692	0,1259
DISP	0,0719	0,0329	0,0307	1,0000	0,0560	0,1016
DIVCP	0,5752	0,7654	0,1692	0,0560	1,0000	0,6477
INVEST	0,5969	0,8148	0,1259	0,1016	0,6477	1,0000

Uma das regras práticas sugeridas por Gujarati (2000) para medir a intensidade da multicolinearidade é o cálculo do coeficiente de correlação dois a dois, ou de ordem zero. Caso o resultado seja alto (o número indicado pelo autor é 0,80), então a colinearidade pode ser considerada um problema sério. No entanto, ressalta que altas correlações de ordem zero são condição suficiente, mas não necessária para a existência da colinearidade, ou seja, poderá existir mesmo que as correlações simples sejam relativamente baixas (menores que 0,50).

Como se pode observar na tabela acima, a correlação entre as variáveis “Ativo Total” e “Investimentos” é bastante elevada. No entanto, a exclusão de variáveis relevantes pode levar a um erro de especificação. Dessa forma, antes de retirá-las da equação, faz-se necessária a verificação de sua importância no modelo.

Gujarati (2000) observa que “a multicolinearidade não viola nenhuma hipótese de regressão. Estimativas não viesadas e consistentes vão ocorrer, e seus erros-padrão serão corretamente estimados. O único efeito da multicolinearidade é tornar difícil a obtenção de estimativas de coeficientes com pequeno erro-padrão.” O autor destaca também que a multicolinearidade pode não ser um grande problema se o coeficiente de determinação for alto e os coeficientes de regressão forem individualmente significativos e justifica da seguinte forma (Gujarati (2000, p.344)):

“Isto pode surgir se acontecer de os coeficientes individuais serem numericamente bem maiores que os valores verdadeiros, de modo que o efeito ainda aparece apesar do erro-padrão inflacionado e/ou porque o valor verdadeiro é tão grande que mesmo uma estimativa para baixo ainda se mostrará significativa.”

Gujarati (2000) especifica que uma importante hipótese do modelo clássico de regressão linear é que os resíduos da função de regressão da população sejam homocedásticos, ou seja, que tenham a mesma variância. Quando uma amostra possui observações muito diferentes, a hipótese da homocedasticidade provavelmente não será atendida. Como o método dos mínimos quadrados ordinários confere igual peso ou importância a cada observação, um outro método de estimativa conhecido como mínimos quadrados generalizados busca estabelecer que as observações vindas de populações com maior variabilidade recebam menor peso do que as de menor variabilidade. O método dos mínimos quadrados ponderados é uma alternativa para a correção da heterocedasticidade.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na tabela 17 são apresentados os resultados econométricos para o modelo analisado. Como é possível observar no resultado da regressão, a melhor especificação seria a estimação com efeitos fixos com ponderação, pois apresentou uma consistência teórica e estatística e os resultados apresentados dão suporte empírico à hipótese testada de que existem aspectos relevantes que são levados em consideração pela administração das empresas na determinação do montante a ser distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio.

Como a decisão sobre a política de proventos é inerente à administração da empresa e está relacionada com suas características particulares, desde que observados os aspectos legais, o modelo de efeitos fixos é mais apropriado porque leva em consideração o comportamento individual de cada empresa da amostra e não a hipótese de que o grupo selecionado representa um único conjunto de decisões. Além disso, no teste de covariância entre os efeitos fixos obtidos no modelo e as variáveis explicativas, observa-se que os efeitos não observáveis estão correlacionados com as variáveis explicativas. Segundo Wooldridge (2003), o modelo de efeitos aleatórios assume que as características não observáveis α_i presentes na equação (1), descrita no capítulo anterior, não estão correlacionadas, ou seja, $Cov(x_{it}, \alpha_i) = 0$, $i = 1, 2, \dots, k$; $t = 1, 2, \dots, t$.

Tabela 16: Covariância dos efeitos fixos com as variáveis explicativas (ln)

	LUC	ATIVOTOT	DE	DISP	DIVFINCP	INVEST	EFEITOS FIXOS
LUC	1,1716	0,8822	0,0046	0,1037	0,8100	0,7577	0,0295
ATIVOTOT	0,8822	1,2237	0,0903	0,0484	1,1017	1,0571	-0,0598
DE	0,0046	0,0903	0,2167	0,0191	0,1025	0,0687	-0,1260
DISP	0,1037	0,0484	0,0191	1,7738	0,0970	0,1588	-0,0575
DIVFINCP	0,8100	1,1017	0,1025	0,0970	1,6927	0,9884	-0,0240
INVEST	0,7577	1,0571	0,0687	0,1588	0,9884	1,3755	-0,0235
EFEITOS FIXOS	0,0295	-0,0598	-0,1260	-0,0575	-0,0240	-0,0235	0,2602

Tabela 17: Regressão estimada por painel de dados

Variável dependente = ln(PROVENT)				
Var.independentes	Efeito aleatório	Efeito fixo	Efeitos fixos ponderados	
Constante	-4,046491 (-6,560804)	-6,612322 -8,906480	-3,753548 (-16,96997)	
ln(LLIQ)	0,718392 (14,51622)	0,693644 (12,95015)	0,847594 (63,84958)	
ln(ATIVOTOT)	0,399792 (9,616064)	0,576601 (9,850173)	0,337218 (21,24889)	
ln(DIVESTAT)	0,272675 (3,500403)	0,470937 (4,073067)	0,675585 (5,087145)	
ln(DIVCP)	-0,027793 (-0,716214)	-0,054438 (-1,574013)	-0,041906 (-2,476526)	
ln(DISP)	0,028658 (0,617725)	0,031680 (0,577176)	0,030356 (2,397802)	
ln(INVEST)	0,034166 (0,703896)	0,067976 (1,781265)	-0,037969 (-2,384602)	
N	170	170	170	
R ²	77,5%	95,3%	99,8% (*)	
F	98,01517	67,35291	19598,19	
Durbin-Watson	1,631069	2,045260	2,212671	
Análise dos resíduos				
Assimetria	1,138082	0,930656	0,417798	
Curtose	4,862630	6,111966	3,406015	
Jarque Bera	61,27308	93,13748	6,113416	
Probabilidade	0,000000	0,000000	0,047042	

(*) 94,7% na estatística não ponderada e Durbin-Watson = 2,162671

Os números na primeira linha são os betas estimados e na segunda, entre parênteses, os valores da estatística t.

Para verificar se o modelo de regressão escolhido está corretamente especificado, além das estatísticas de diagnóstico, tais como R², t, F e d de Durbin-Watson, alguns critérios como consistência teórica e testes como exame dos resíduos são necessários para comprovar a eficácia do modelo.

A metodologia de regressão por dados em painel com efeitos fixos ponderados mostrou-se mais adequada, pois proporciona a correção da heterocedasticidade, bem como apresenta estatísticas de diagnóstico como R^2 , t, F e d de Durbin-Watson aderentes à teoria da análise de regressão. Além disso, os coeficientes estimados apresentam os sinais esperados.

De forma a determinar a normalidade dos resíduos, foi utilizado o teste de Jarque-Bera. Na análise realizada, verifica-se que no modelo escolhido de dados em painel, com efeitos fixos ponderados, a estatística JB = 6,113416 e valor de p = 0,0470042. Logo, assintoticamente, não se rejeita a hipótese nula da normalidade. Em relação ao teste de Durbin-Watson, uma regra prática utilizada é que se d for igual a 2, pode-se presumir que não há autocorrelação de primeira ordem, seja positiva ou negativa.

Conforme esperado, a variável com maior poder explicativo é o lucro líquido, uma vez que é a base para cálculo de seu valor, de acordo com a legislação brasileira, que prevê uma distribuição mínima de 25% do lucro líquido ajustado. Além disso, cabe destacar a elasticidade observada de 85% dos proventos em relação ao lucro líquido ajustado. Estudos na literatura internacional como Lintner (1956), Fama e Bakiak (1968), Aivazian e Booth (2003) confirmaram sua importância na distribuição dos dividendos. Heinenberg e Procianny (2003) e Silva e Brito (2003) também concluíram que o lucro líquido possuía grande relevância na política de proventos das empresas brasileiras.

Além disso, um outro aspecto que contribui para a decisão de pagamento aos acionistas sob a forma de proventos seria a determinação prevista em estatuto. De

acordo com a pesquisa efetuada, verifica-se que alguns estatutos prevêem um percentual mínimo de distribuição superior a 25%, mas em sua grande maioria, observa-se a prerrogativa de pagamento superior aos acionistas detentores de ações preferenciais com base no capital social ou no patrimônio líquido. Na análise, realizada foram consideradas apenas as determinações previstas em estatuto que, no ano em estudo, representaram um montante superior ao valor mínimo obrigatório, previsto em lei, para evitar distorções na interpretação das informações finais. Os resultados obtidos corroboram com as conclusões de Daniel (1998) de que algumas empresas que pagaram proventos em níveis superiores ao mínimo obrigatório, o fizeram devido à necessidade de atendimento ao previsto na legislação e/ou estatuto em relação aos dividendos das ações preferenciais.

Além das disposições legais ou previstas em estatuto, um aspecto que tem forte influência sobre a decisão de pagamento de proventos é o tamanho da empresa, mensurado pela variável “Ativo Total” (ATIVOTOT). A resposta do modelo confirma a hipótese testada de que as empresas tendem a elevar o valor dos proventos distribuídos à medida que apresentam menor volatilidade em seus ganhos e fluxo de caixa. Além disso, nas maiores empresas é observada maior transparência nas informações, o que permite reduzir a assimetria de informações, hipótese também confirmada no trabalho de Deshmukh (2003). Um aspecto relevante verificado é que a variável dependente possui uma elasticidade de 34% em relação ao “tamanho da empresa”. No entanto, as conclusões deste trabalho divergem do obtido por Silva e Brito (2003), que não encontraram resultado significativo para essa variável como fator determinante da política de dividendos. Cabe ressaltar que utilizaram uma metodologia

diferente baseada em uma estimação de regressões *cross-section* e cálculo dos desvios-padrão e estatísticas de teste.

O fluxo de caixa residual também obteve uma resposta positiva e relevante no modelo testado, o que confirma a expectativa os recursos disponíveis em caixa no final do período contribuem de forma positiva na decisão de distribuição de proventos aos acionistas. Esses resultados ratificam os estudos de Aivazian e Booth (2003) e Deshmukh (2003) e, no Brasil, Silva e Brito (2003), que concluíram que o pagamento de dividendos está positivamente relacionado com o fluxo de caixa residual.

Por outro lado, os investimentos realizados no ano afetam de forma negativa o montante pago como dividendos e/ou juros sobre capital próprio, como abordado nos trabalhos empíricos que buscam explicar a teoria de *pecking order*, e a dívida financeira também possui um impacto negativo confirmando estudos empíricos internacionais com Baskian (1989), Aivazian e Booth (2003) e brasileiros, como por exemplo, Silva e Brito (2003) e Heinenberg e Procianny (2003). Neste trabalho, ratifica-se a hipótese de que os investimentos realizados pela companhia têm um impacto negativo na política de proventos, de acordo com a teoria de hierarquia de recursos. Além disso, as parcelas de amortização das dívidas têm uma influência na distribuição de recursos à medida que o seu desembolso concorre com o montante disponível para pagamento aos acionistas.

Conforme observado, o coeficiente de determinação é bastante elevado, o que pode sugerir um sintoma de multicolinearidade no modelo. Entretanto, os coeficientes de regressão são estatisticamente significativos segundo o teste t convencional, o que reduz o impacto da multicolinearidade, uma vez que o valor

verdadeiro é tão grande que mesmo uma estimativa com um viés de baixa ainda se mostra significativa.

Em resumo, verifica-se que o lucro líquido é a variável com maior poder de explicação na determinação da política de proventos. Esse fato é facilmente explicado, pois é sua base de cálculo, de acordo com a legislação brasileira vigente. Além disso, os dividendos previstos nos estatutos também possuem forte significância estatística, o que reforça a importância dos aspectos normativos e legais. O tamanho da empresa é uma variável bastante relevante na política de proventos, o que significa que as companhias com maiores ativos totais possuem menor volatilidade em seus resultados e, por isso, tendem a distribuir mais recursos aos acionistas. O excesso de caixa, observado no final do período, também demonstrou ser um fator importante na tomada de decisão do montante a ser pago aos acionistas como dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Os investimentos e endividamento, por sua vez, são fatores que têm um impacto negativo sobre a política de dividendos na medida que reduzem os recursos disponíveis.

4.1 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

No Brasil, as séries históricas possuem descontinuidades em função de diversos choques observados na economia. Além disso, mudanças como o processo de privatização ocorrido no governo passado, proporcionam alterações significativas nas bases de comparação. A utilização de uma série temporal a partir de 1999 justifica-se devido à inexistência de várias empresas do IBrX 100 antes da cisão do sistema Telebrás. Outro aspecto relevante foi a forte desvalorização ocorrida em 1999, que proporcionou prejuízo para muitas companhias e influenciou a base de cálculo dos

proventos. Como consequência dessa característica do mercado brasileiro, a amostra reduz-se bastante e prejudica a generalização das conclusões do trabalho.

Uma outra limitação para especificação do modelo é o grau de correlação entre as variáveis, o que pode levar à multicolinearidade, com consequente elevação dos erros-padrão, distorcendo as conclusões em relação à significância das variáveis. No entanto, a combinação de dados de corte e séries temporais busca minimizar a seu impacto no resultado da regressão, pois um maior número de observações em comparação com as regressões tradicionais de corte transversal ou temporal aumenta os graus de liberdade da estimação, reduzindo a colineariedade entre as variáveis e, deste modo, proporciona maior eficiência às estimativas.

Outro fator bastante relevante é a assunção da premissa de que o pagamento dos proventos será realizado no ano seguinte após a publicação do balanço anual. Dessa forma, o saldo da conta “Disponibilidades” não sofreria a influência de desembolsos relativos ao pagamento de proventos. Na prática, isso nem sempre é verdade, uma vez que as empresas pagam dividendos intermediários.

Em função das restrições legais do mercado brasileiro, algumas empresas utilizam uma forma alternativa para distribuição de recursos aos acionistas por meio da recompra de ações. Como esse tema não foi abordado neste trabalho, não existe uma visão global sobre a decisão da administração, uma vez que uma parte dos recursos disponíveis poderia ser distribuída de acordo com a política de proventos e uma outra parte com a estratégia de recompra de ações.

As variáveis escolhidas para a explicação da política de proventos são uma síntese de vários trabalhos realizados para o mercado brasileiro. No entanto, a

literatura sobre o assunto ainda é bastante incipiente no Brasil, o que limita a comparação das conclusões com os demais estudos, uma vez que, a maior parte dos modelos, não busca explicar as mesmas hipóteses.

5. CONCLUSÕES

A literatura sobre o assunto é bastante ampla e o direcionamento dos estudos pode ter diferentes focos. Neste trabalho, o objetivo foi detectar quais as variáveis são observadas pelas empresas na determinação de sua política de proventos. Os principais estudos empíricos que embasaram o modelo testado foram: (i) o trabalho pioneiro de Lintner (1956), que utilizou as variáveis: tamanho da empresa, excesso de caixa, investimentos; (ii) Baskian (1989), que estabeleceu a sensibilidade do investimento e de investimento à política de dividendos; (iii) Deshmukh (2003), que defendeu que a probabilidade de pagamento inicial de dividendos está positivamente relacionada com o tamanho da empresa e seu fluxo de caixa e negativamente relacionada com as oportunidades de crescimento; (iv) Aivazian e Booth (2003) também testaram o tamanho da empresa, nível de endividamento, lucratividade para os mercados emergentes.

No Brasil, Daniel (1998) baseou a inclusão da variável *dummy* Dividendos Estatutários no modelo testado ao concluir que algumas empresas pagavam dividendos superiores ao mínimo obrigatório por necessidade de pagamento de dividendos às ações preferenciais.

Heineberg e Procianoy (2003) também realizaram um estudo para observar os aspectos determinantes na política de dividendos e concluíram que o lucro líquido e proventos do ano anterior possuíam forte poder explicativo. Este trabalho também identificou a relevância do lucro líquido e os proventos do ano anterior não foram incluídos porque a variável “Disponibilidades” já previa o pagamento dos dividendos e juros sobre capital próprio do ano anterior.

Silva e Brito (2003) também testaram as variáveis: investimento, lucratividade, alavancagem e volatilidade para determinar os fatores relevantes para a distribuição de dividendos. Suas conclusões confirmaram a relevância do lucro e do nível de endividamento, fatos também confirmados neste estudo. Já as variáveis investimentos e volatilidade não tiveram significância estatística, ao contrário do resultado obtido neste trabalho.

Como variável dependente, utilizou-se o valor dos proventos declarados no ano, deflacionados pelo IGP-DI, da Fundação Getúlio Vargas.

A distribuição de proventos das empresas brasileiras possui diversas características que diferenciam o mercado brasileiro dos demais países e, por consequência, das conclusões obtidas nos vários estudos realizados no exterior. A política de tributação, a legislação, que privilegia a corrente da relevância dos dividendos ao exigir a distribuição de um dividendo mínimo obrigatório, bem como a concentração de controle, que permite que as decisões reflitam, muitas vezes, os interesses do grupo majoritário permitem que distintos aspectos sejam levados em consideração no estabelecimento de sua política de proventos.

Como a legislação estabelece a necessidade de pagamento do dividendo mínimo obrigatório com base no lucro líquido ajustado, muitas vezes, os proventos pagos aos acionistas não refletem a melhor política que poderia ser adotada pela administração para otimizar os recursos e o desempenho econômico-financeiro da empresa. Um outro fator que cabe ressaltar é que o lucro contábil nem sempre reproduz a real disponibilidade financeira da companhia, sendo o fluxo de caixa uma melhor base para o cálculo dos recursos a serem distribuídos aos acionistas.

A análise de regressão múltipla com dados em painel com efeitos fixos ponderados nos dados de corte foi a metodologia utilizada nesta pesquisa. O modelo de efeitos fixos é mais apropriado porque leva em consideração o comportamento individual de cada empresa da amostra e não a hipótese de que o grupo selecionado representa um único conjunto de decisões. A utilização do método dos mínimos quadrados ponderados foi uma alternativa para a correção da heterocedasticidade, uma vez busca estabelecer que as observações vindas de populações com maior variabilidade recebam menor peso do que as de menor variabilidade.

A amostra utilizada para a estimação dos aspectos determinantes da política de proventos se caracteriza por um painel de empresas brasileiras analisadas no período de cinco anos. A amostra foi constituída a partir do IBrX - Índice Brasil, com base na carteira teórica de 08/04/2005, composta por 81 empresas. Devido às características específicas das instituições financeiras, as mesmas foram excluídas, o que reduziu a amostra inicial para 76 empresas. Como o objetivo do trabalho é identificar os aspectos que os administradores levam em consideração na tomada de decisão dos proventos a serem distribuídos aos acionistas, não foram consideradas na amostra as empresas que não pagaram dividendos ou juros sobre capital próprio em quaisquer dos anos analisados. Além

disso, foram retiradas também aquelas empresas que estavam acima de dois desvios-padrão da média, sendo que a amostra final constitui-se de 34 empresas no período de 2000 a 2004, ou seja, 170 observações.

A forte dependência de aspectos normativos e estatutários distorce o poder de decisão da companhia e por isso, se torna mais difícil observar as variáveis que levariam à administração a pagar dividendos e/ou juros sobre capital próprio em um cenário sem restrições, levando-se em consideração apenas o desempenho do próprio negócio e sua necessidade de financiamento.

O resultado deste trabalho ratifica esse pensamento, na medida em que se verifica que, de acordo com as estimações, os aspectos legais e normativos são variáveis relevantes na determinação da política de proventos, uma vez que o lucro líquido e as condições previstas no estatuto da companhia apresentaram uma boa significância no modelo especificado. Dois outros fatores importantes que são levados em consideração na decisão de distribuição de recursos aos acionistas são o caixa disponível e o tamanho da empresa. Estas duas variáveis possuem uma grande importância, pois dependem da estratégia e do processo decisório da administração da companhia.

Também foram encontradas evidências, que demonstram que a decisão de investimentos e estrutura de capital influenciam a tomada de decisão.

Apesar da forte relevância estatística apresentada no modelo testado, a reduzida amostra prejudica a generalização das conclusões obtidas. A metodologia utilizada de regressão por dados em painel, no entanto, busca minimizar o impacto de poucos dados, pois proporciona um aumento no número de observações ao considerar o

corte transversal ao longo de um período de tempo. Dessa forma, a análise de 34 empresas gera uma amostra com 170 observações para a regressão.

Os seguintes assuntos não foram objetos de pesquisa nesta dissertação e são recomendações para trabalhos futuros:

- 1) Preferência dos investidores: empresas com elevados níveis de *payout* ou maiores dividendos nominais?
- 2) Quais as alternativas utilizadas por empresas que possuem forte excesso de caixa, mas pagam somente o dividendo mínimo obrigatório previsto na legislação?
- 3) A indústria de administração de recursos de terceiros possui fundos específicos para aplicação em dividendos. Esse tipo de investimento proporciona rentabilidade superior aos fundos tradicionais de ações e quais as metodologias empregadas pelos gestores para definir a composição da carteira?
- 4) Os investimentos programados para os próximos períodos influenciariam a decisão sobre o pagamento de proventos aos acionistas?

6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHARONY, Joseph; SWARY, Itzhak. Quartely dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis. *Journal of Finance*, v. 35, p. 1-12, 1980.

AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? *Journal of Financial Research*, v. 26, nº 3, p. 371-387, Fall 2003.

ASQUITH, Paul; MULLINS, David W. The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of Business*, p. 77-96, Jan. 1983.

BASKIN, Jonathan. An empirical investigation of the pecking order hypothesis. *Financial Management*, p. 26-35, Spring 1989.

BERNARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, v. 53, nº 3, p. 1007-1034, July 1997.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 09 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Dispõe sobre a aquisição por companhias abertas de ações de sua própria emissão, para cancelamento ou permanência em tesouraria, e respectiva alienação. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 21 fev. 1980. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 27 dez. 1995. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SNC/Nº 02/96. Pareceres de auditoria/Relatórios/Revisão Limitada. Brasília, D, 18 jan. 1996. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 02 abr. 2005.

BRASIL. Deliberação CVM nº 207, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 20 ago. 2005.

BRASIL. Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 30 dez. 1996. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 06 mai. 1997. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Instrução CVM nº 268, de 13 de novembro de 1997. Altera o limite previsto no art. 3º da Instrução CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 17 nov. 1997. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Lei nº 9.532, de 10 de dezembro de 1997. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 10 dez. 1997. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 02 abr. 2005.

BRASIL. Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda, relativamente à tributação dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos rendimentos auferidos em aplicação ou operação financeira de renda fixa ou variável, ao Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte - SIMPLES, à incidência sobre rendimentos de beneficiários no exterior, bem assim a legislação do Imposto sobre Produtos Industrializados - IPI, relativamente ao aproveitamento de créditos e à equiparação de atacadista a estabelecimento industrial, do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros ou Relativas a Títulos e Valores Mobiliários - IOF, relativamente às operações de mútuo, e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, relativamente às despesas financeiras, e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 20 jan. 1999. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 02 abr. 2005.

BRASIL. Instrução Normativa SRF nº12, de 10 de fevereiro de 1999. Dispõe sobre os juros pagos ou creditados a título de remuneração do capital próprio, e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 12 fev. 1999. Disponível em: <<http://www.receita.fazenda.gov.br>>. Acesso em: 02 abr. 2005.

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e na Lei

6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 01 nov. 2001. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BRASIL. Instrução CVM nº 390, de 08 de julho de 2003. Dispõe sobre a negociação, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão, mediante operações com opções, altera dispositivos da Instrução CVM no 10, de 14 de fevereiro de 1980, e revoga a Instrução CVM no 290, de 11 de setembro de 1998, e a Instrução CVM no 291, de 25 de setembro de 1998. Diário Oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 11 jul. 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 09 abr. 2004.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. *Principles of corporate finance*. 6th ed. [S.l.]: McGraw-Hill, 2000.

BRENNAN, Michael J. A note on dividend irrelevance and the Gordon valuation model. *Journal of Finance*, v. 26, p. 1115-1121, Dec. 1971.

DANIEL, Sophia Alves Maia. *Estudos sobre dividendos – a política de dividendos no Brasil*. 1998. 158 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade Estadual do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

DEMPSEY, Stephen J.; LABER, Gene. Effects of agency and transaction costs on dividend payout ratios: further evidence of the agency-transaction cost hypothesis. *Journal of Financial Research*, v. 15, nº 4, p. 317-321, Winter 1992.

DESHMUKH, Sanjay. Dividend initiations and asymmetric information: a hazard model. *Financial Review*, v. 38, p. 351-368, 2003.

EASTERBROOK, Frank H. Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review*, p. 650-659, Sept. 1984.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, v. 52, p. 68-74, May 1970.

FAMA, Eugene F.; BABIAK, Harvey. Dividend policy: an empirical analysis. *American Statistical Association Journal*, p. 1132-1161, Dec. 1968.

FARRAR, Donald E.; SELWYN, Lee L. Taxes, corporate, financial policy and return to investors. *National Tax Journal*, v. 20, nº 4, p. 444-454, Dec. 1967.

FIGUEIREDO, Antônio C. O conteúdo informativo de dividendos: evidências no Brasil. *Anais do 2º Encontro Brasileiro de Finanças*, 2002.

FILHO, Luiz F. et al. A estrutura de propriedade de capital aberto no Brasil e os fatores determinantes da concentração acionária. *Anais do 3º Encontro Brasileiro de Finanças*, 2003.

GORDON, Myron. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v. 18, nº 2, p. 264-272, May 1963.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria Básica*. Tradução de Ernesto Yoshida. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. *Anais do 3º Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, 2003.

JÚNIOR, Leonildo Soares. *Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas*. 2001. 271 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Association*, v. 46, p. 97-113, May 1956.

MARQUES, Luís David. *Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão de literatura*. 2000. 84 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Faculdade de Economia do Porto, Porto.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, p. 411-433. Oct. 1961.

MILLER, Merton H.; ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, v. 40, nº 4, p.1031-1051, Sept. 1985.

MILLER, Merton H.; SCHOLLES, Myron S. Dividends and taxes: some empirical evidence. *Journal of Political Economy*, v. 90, nº 6, p.1118-1141, 1982.

MYERS, Stewart C. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, nº 3, p. 575-592, July 1984.

NEGRI, Fernanda. *Desempenho comercial das empresas estrangeiras no Brasil na década de 90*. 2003. 90 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas.

NISSIM, Doron; ZIV, Amir. Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*, v. 56, nº 6, p. 2111-2133, Dec.2001.

PAPAIANOANNOU, George J.; SAVARESE, Craig M. Corporate dividend policy response to the tax reform act of 1986. *Financial Management*, p. 56-63, Spring 1994.

PETTIT, R. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, v. 27, nº 5, p. 993-1007, Dec. 1972.

PROCIANOY, Jairo L.; VERDI, Rodrigo S. O efeito clientela no mercado brasileiro. *Anais do 2º Encontro Brasileiro de Finanças*, 2002.

ROZEFF, M. Growth, beta and agency costs as determinants of dividends payout ratios. *Journal of Financial Research*, v. 5, p. 249-259, 1982.

SILVA, Júlio C.; BRITO, Ricardo D. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida para o Brasil. *Anais do 3º Encontro Brasileiro de Finanças*, São Paulo, 2003.

WATTS, Ross. The information content of dividends. *Journal of Business*, v. 46, p. 191-211, Apr. 1973.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. Introductory econometrics: a modern approach. [S.l.]: Thomson South-Western, 2003.

Anexo I - *Payout* calculado x *Payout* Econômica

	1999		2000		2001		2002		2003	
	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO
ACESITA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
AMBEV	0,0%	0,0%	34,3%	38,3%	39,4%	42,9%	35,0%	33,3%	69,4%	70,7%
ARACRUZ	107,3%	94,6%	31,2%	33,5%	95,0%	90,3%	430,2%	408,7%	43,1%	48,7%
BANCO ITAU	30,5%	30,8%	25,1%	34,4%	25,2%	28,1%	33,5%	37,4%	48,8%	54,5%
BELGO	633,1%	-45,9%	25,0%	24,0%	30,6%	39,3%	26,5%	28,4%	26,8%	28,5%
BOMBRIL	73,4%	20,8%	25,0%	13,6%	0,0%	0,0%	0,0%	1,1%	0,0%	0,0%
BRADESCO	69,3%	77,5%	40,7%	44,8%	35,3%	39,1%	41,9%	46,8%	52,3%	58,4%
BRADSPAR	0,0%	-	31,5%	29,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
BRASIL	25,0%	27,9%	25,0%	15,2%	25,0%	24,5%	25,0%	28,6%	28,0%	31,3%
BRASIL TEL PAR	25,0%	62,4%	25,0%	28,8%	26,1%	58,6%	25,0%	49,1%	85,3%	155,5%
BR TELECOM	0,0%	-139,1%	33,1%	45,1%	50,3%	82,4%	50,9%	73,8%	212,0%	-972,5%
BRASKEM	53,3%	50,6%	55,1%	52,4%	597,4%	-275,1%	0,0%	-1,2%	0,0%	0,0%
CAEMI	25,5%	0,0%	0,0%	0,0%	30,0%	24,3%	0,0%	-3,8%	0,0%	0,0%
CCR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	8,2%	27,4%	27,4%
CELESC	26,5%	65,7%	26,5%	25,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	27,8%	16,7%
CEMIG	181,9%	815,5%	36,3%	45,1%	32,3%	44,9%	100,0%	-22,0%	25,0%	26,8%
CESP	32,1%	188,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
COELCE	82,1%	-	67,3%	-	66,2%	-	60,8%	95,0%	91,7%	95,0%
COMGAS	0,0%	0,0%	25,5%	23,3%	25,5%	24,8%	25,5%	24,6%	25,5%	24,6%
CONFAB	34,6%	38,6%	5300,9%	5031,4%	33,3%	36,3%	25,0%	23,8%	267,0%	253,6%
COPEL	26,2%	44,3%	25,1%	37,2%	38,7%	35,8%	0,0%	0,0%	25,6%	0,0%
COPEL	62,0%	71,6%	115,9%	144,7%	101,8%	-18,0%	343,8%	30353,2%	75,5%	90,7%
COSIPA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
COTEMINAS	71,6%	77,1%	33,3%	35,1%	33,3%	35,9%	33,3%	35,7%	33,3%	31,7%
CRT CELULAR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	1,8%	25,7%	26,9%	25,6%	28,6%
DURATEX	82,8%	130,9%	27,6%	32,3%	37,4%	45,0%	27,4%	32,2%	35,4%	41,1%
ELETROBRAS	55,3%	103,0%	27,5%	32,1%	25,0%	44,6%	40,7%	38,6%	105,3%	100,0%
ELETROPAULO	34,8%	39,7%	189,2%	194,4%	25,0%	27,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

	1999		2000		2001		2002		2003	
	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO
EMBRAER	30,1%	28,6%	43,0%	43,1%	35,5%	36,1%	25,6%	27,2%	28,3%	30,2%
EMBRATEL	25,0%	36,6%	25,0%	36,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	38,4%
ETERNIT	141,2%	140,2%	130,7%	132,1%	87,2%	90,2%	95,7%	97,5%	84,1%	89,8%
FERBASA	26,7%	25,4%	26,7%	25,4%	26,7%	25,4%	26,7%	25,4%	26,7%	25,3%
TAURUS	25,0%	27,2%	26,2%	28,1%	26,7%	29,6%	28,0%	-	32,9%	-
FOSFERTIL	32,2%	56,8%	39,3%	65,9%	52,6%	42,8%	38,2%	95,4%	26,7%	26,8%
MET GERDAU	33,1%	26,1%	32,6%	26,0%	32,6%	30,1%	33,9%	43,0%	31,5%	29,9%
GERDAU	32,0%	27,8%	32,8%	31,9%	35,6%	35,4%	34,8%	33,3%	32,5%	30,9%
INEPAR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IOCHPE	0,0%	0,0%	58,1%	55,2%	41,5%	41,4%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
IPIRANGA PET	33,4%	37,3%	43,4%	48,6%	39,0%	77,1%	0,0%	0,0%	32,6%	36,4%
IPIRANGA REF	47,5%	53,1%	51,3%	57,3%	71,8%	177,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
ITAUSA	25,0%	26,2%	25,3%	37,2%	25,2%	28,1%	25,0%	27,9%	52,2%	58,4%
KLABIN	0,0%	-18,7%	25,0%	159,6%	40,0%	38,2%	0,0%	0,0%	28,0%	26,6%
LIGHT	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
LOJ AMERICANAS	26,6%	25,3%	0,0%	0,0%	26,9%	25,5%	26,6%	86,6%	39,8%	77,7%
MAGNESITA	25,6%	28,6%	26,3%	29,4%	25,3%	28,3%	25,1%	28,1%	25,2%	28,1%
MARCOPOLO	31,3%	33,3%	37,9%	40,1%	45,9%	48,8%	35,8%	37,6%	46,6%	49,4%
NET	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PAO AÇUCAR	25,0%	25,7%	25,0%	58,7%	25,0%	24,2%	25,0%	24,3%	25,0%	24,3%
PARANAPANEMA	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
PERDIGÃO	29,3%	27,8%	32,8%	31,2%	31,6%	30,0%	39,2%	37,2%	29,5%	28,0%
PETROBRAS	25,0%	49,8%	25,1%	25,3%	28,3%	36,9%	29,6%	28,2%	29,7%	32,2%
RANDON	0,0%	0,0%	91,8%	-87,8%	57,5%	55,9%	30,0%	73,9%	30,0%	28,5%
RIPASA	55,9%	34,2%	25,0%	27,3%	29,0%	32,7%	25,0%	28,6%	25,0%	28,8%
SABESP	0,0%	0,0%	70,0%	103,5%	124,2%	226,5%	85,0%	-16,6%	46,3%	60,5%
SADIA	0,0%	45,4%	29,8%	62,4%	37,1%	39,6%	29,8%	32,5%	29,7%	33,3%
SANEPAR	47,4%	50,8%	52,0%	56,1%	27,3%	48,2%	45,5%	46,2%	38,5%	39,1%
SEARA	0,0%	0,0%	30,0%	70,9%	36,8%	35,0%	37,9%	36,0%	36,2%	34,4%
CSN	46,7%	73,2%	72,6%	116,9%	50,4%	312,8%	55,2%	-157,1%	56,5%	115,6%
CST	0,0%	0,0%	66,1%	89,5%	42,2%	-90,0%	47,2%	105,8%	47,3%	53,4%

	1999		2000		2001		2002		2003	
	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO	CALC	ECO
SOUZA CRUZ	100,6%	100,0%	100,0%	153,0%	100,0%	100,0%	79,4%	79,4%	81,5%	102,6%
SUZANO BAHIA SUL	0,0%	23,8%	25,0%	10,9%	25,0%	24,4%	25,0%	64,4%	25,0%	29,7%
TIM PART	54,4%	41,4%	25,0%	76,5%	25,2%	0,0%	25,0%	43,8%	25,0%	32,4%
TCOC	29,2%	34,0%	26,9%	29,3%	25,2%	38,7%	25,4%	28,4%	25,1%	28,1%
TELE LESTE	0,0%	-	0,0%	-	199,0%	-	0,0%	-	0,0%	-
TELE NORTE	25,0%	-	25,0%	72,6%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	45,9%	115,6%
TELE SUDESTE	25,0%	52,3%	28,5%	37,9%	27,5%	30,8%	74,7%	72,3%	25,0%	27,8%
TELEMAR NL	0,0%	0,0%	77,0%	0,0%	599,9%	1439,6%	123,7%	123,7%	131,4%	114,2%
TELEMAR	0,0%	234,6%	77,0%	34,5%	599,9%	213,7%	123,7%	-134,2%	131,4%	118,8%
TELEMIG	30,3%	72,0%	25,0%	32,2%	25,0%	27,4%	30,4%	34,8%	25,0%	26,0%
TELESP CEL	25,0%	32,2%	25,0%	66,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
TELESP	25,0%	133,3%	49,9%	55,7%	60,2%	67,3%	91,9%	95,4%	241,0%	239,3%
TIM SUL	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	87,3%	43,3%
TRACTEBEL	0,0%	0,0%	88,5%	84,0%	29,9%	30,3%	0,0%	0,0%	92,9%	130,7%
TRANS PAULISTA	0,0%	0,0%	55,4%	76,3%	92,6%	91,4%	86,3%	88,7%	62,9%	66,2%
ULTRAPAR	100,0%	52,0%	75,4%	24,2%	56,0%	173,7%	38,1%	29,2%	38,1%	29,2%
UNIBANCO	37,4%	38,7%	37,6%	38,8%	35,0%	33,3%	35,4%	33,7%	36,2%	40,5%
UNIPAR	26,6%	26,3%	26,7%	27,4%	29,7%	32,1%	31,4%	33,9%	26,9%	32,4%
USIMINAS	25,1%	25,8%	39,2%	40,8%	41,9%	39,9%	0,0%	0,0%	27,8%	30,5%
VALE RIO DOCE	58,0%	70,2%	50,2%	60,1%	45,9%	58,2%	35,4%	50,4%	43,7%	50,0%
VOTORANTIM	25,0%	25,2%	25,7%	26,2%	25,4%	24,4%	32,7%	31,5%	28,5%	27,2%
WEG	30,3%	34,9%	38,5%	36,8%	40,7%	38,8%	42,4%	40,4%	42,3%	40,2%

Anexo II – Variáveis do modelo (deflacionadas pelo IGP-DI)

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2000	AMBV	139.345	406.769	7.867.819	40.712	1	268.653	4.781.300	1.152.294
2001	AMBV	266.225	675.113	9.989.665	2.243.140	1	404.728	5.910.737	1.557.930
2002	AMBV	397.375	1.135.018	9.794.498	895.138	1	413.211	5.794.791	541.199
2003	AMBV	864.710	1.245.464	13.773.678	1.110.897	1	800.802	8.065.169	1.836.034
2004	AMBV	1.077.134	1.035.788	29.442.272	1.151.197	1	575.314	10.706.984	3.071.422
2000	ARCZ	124.650	400.036	3.587.175	41.159	0	235.862	1.222.428	484.745
2001	ARCZ	163.040	171.616	4.655.421	54.660	0	919.728	1.223.695	697.857
2002	ARCZ	195.655	45.478	4.693.309	80.955	0	588.157	1.608.743	548.169
2003	ARCZ	334.355	775.065	7.432.278	230.786	0	583.171	2.847.785	1.081.201
2004	ARCZ	329.118	885.567	7.913.534	80.429	0	520.054	3.041.883	386.670
2000	BELG	124.469	497.875	3.602.469	572.019	0	302.340	2.046.896	306.933
2001	BELG	42.079	168.317	3.939.306	401.571	0	196.554	2.145.640	486.740
2002	BELG	59.935	239.740	4.133.282	423.078	0	181.154	2.505.371	327.659
2003	BELG	120.966	483.866	5.828.755	623.820	0	363.425	3.510.624	449.694
2004	BELG	224.478	897.912	7.200.329	829.477	0	230.081	5.966.569	254.740
2000	BRTO	157.373	475.398	11.377.363	1.838.532	1	3.194.882	3.469.359	1.141.846
2001	BRTO	178.389	354.336	12.731.735	421.667	1	3.097.854	5.578.156	1.286.805
2002	BRTO	218.296	428.856	12.174.908	1.262.669	1	1.564.410	5.593.912	540.516
2003	BRTO	194.362	91.666	14.234.238	1.817.271	1	1.666.202	7.351.346	1.848.496
2004	BRTO	336.923	355.037	15.518.552	2.877.290	1	1.294.896	8.083.517	983.711
2000	BRTP	107.115	428.461	12.939.475	730.026	0	3.215.190	4.107.247	1.081.159
2001	BRTP	121.336	465.420	13.295.844	300.142	0	3.109.720	5.578.156	406.494
2002	BRTP	153.255	613.018	12.738.069	1.125.606	0	1.586.877	5.593.912	468.211
2003	BRTP	177.559	208.236	15.158.518	1.361.349	1	1.662.487	7.351.346	2.585.667
2004	BRTP	223.146	255.717	16.695.111	2.138.229	1	1.295.122	8.083.517	536.170
2000	CGAS	9.605	37.606	1.199.783	223.211	0	94.062	487.195	78.536
2001	CGAS	14.443	56.547	1.556.146	630.502	0	207.741	787.288	132.059

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2002	CGAS	20.965	82.086	1.743.587	97.281	0	159.278	1.001.901	211.966
2003	CGAS	23.642	92.564	2.085.361	409.103	0	219.029	1.807.639	253.942
2004	CGAS	136.860	206.097	2.001.763	799.200	0	126.468	1.983.052	77.952
2000	CMIG	154.902	426.870	10.867.936	9.200	1	382.479	3.158.338	487.210
2001	CMIG	189.706	587.037	11.970.294	21.722	0	591.474	4.157.317	301.006
2002	CMIG	159.175	174.034	10.927.683	51.515	1	930.293	4.049.195	659.909
2003	CMIG	278.082	1.112.327	13.954.575	121.156	0	839.602	5.222.733	1.474.260
2004	CMIG	617.442	1.234.886	14.965.460	77.062	0	948.509	6.367.805	1.263.859
2000	COCE	66.988	99.610	1.720.130	37.505	1	135.689	637.875	77.636
2001	COCE	82.034	123.959	2.123.598	93.297	1	202.894	814.768	319.491
2002	COCE	56.261	92.575	1.983.562	122.538	1	144.765	724.569	188.883
2003	COCE	73.992	80.680	2.273.620	255.461	1	136.528	956.307	254.701
2004	COCE	28.643	30.945	2.128.126	148.580	1	77.961	1.189.837	157.965
2000	CRUZ	450.141	450.141	2.074.307	136.896	0	67.116	1.855.797	28.612
2001	CRUZ	576.166	576.166	1.976.490	138.937	0	125.088	2.151.375	60.597
2002	CRUZ	603.583	760.372	2.348.373	123.915	0	206.389	2.229.705	359.787
2003	CRUZ	732.052	898.300	2.913.730	94.961	0	118.882	3.013.509	441.717
2004	CRUZ	638.933	653.380	2.981.005	66.287	0	47.425	3.103.191	524.866
2000	CSNA	1.119.983	1.542.838	13.916.111	341.665	0	812.067	3.162.135	1.899.981
2001	CSNA	178.069	353.533	12.167.362	236.129	0	977.726	3.607.241	2.471.610
2002	CSNA	221.187	400.389	12.209.478	213.733	0	711.303	4.086.096	2.278.298
2003	CSNA	631.777	1.118.699	20.917.809	93.843	0	771.891	6.480.380	2.216.747
2004	CSNA	2.053.723	2.053.723	22.030.184	93.714	0	402.439	8.738.692	1.580.573
2000	CSTB	129.475	195.848	5.932.842	2.381.892	0	266.861	1.796.393	792.190
2001	CSTB	48.280	114.440	6.047.499	2.095.439	0	476.012	1.791.333	830.421
2002	CSTB	73.472	155.628	5.944.990	1.330.971	0	321.433	2.247.361	1.239.964
2003	CSTB	404.564	855.801	8.910.783	2.589.445	0	322.006	3.463.748	745.096
2004	CSTB	663.148	1.523.211	9.034.072	2.369.539	0	293.392	4.544.473	336.383
2000	CTNM	18.546	55.636	1.247.884	2.117.821	1	113.852	594.298	36.439
2001	CTNM	24.753	74.262	1.296.137	1.575.256	1	89.640	659.075	66.520
2002	CTNM	38.633	115.900	1.323.814	1.835.815	1	117.263	713.277	70.262

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2003	CTNM	49.233	147.699	1.760.331	3.397.979	1	145.398	1.038.885	51.106
2004	CTNM	49.654	148.954	2.015.025	3.088.768	1	85.772	1.268.044	101.632
2000	DURA	16.641	60.299	1.318.860	86.271	1	119.048	678.077	104.088
2001	DURA	18.169	48.552	1.305.361	69.560	1	115.370	711.344	97.295
2002	DURA	16.528	60.290	1.334.510	62.886	1	228.350	685.762	107.403
2003	DURA	20.289	57.288	1.549.285	12.958	1	146.462	919.107	147.625
2004	DURA	32.444	108.147	1.615.754	38.806	1	77.416	1.059.592	156.129
2000	ELET	609.958	2.216.970	83.032.397	21.034	0	1.963.665	11.130.409	1.778.352
2001	ELET	1.115.085	4.460.340	94.965.958	45.693	0	2.355.025	16.104.005	1.738.566
2002	ELET	336.203	826.919	96.117.085	61.489	0	2.768.728	15.297.743	1.157.529
2003	ELET	300.107	285.102	110.316.020	109.191	1	2.717.377	17.993.321	2.123.778
2004	ELET	322.246	1.095.638	106.178.910	103.759	1	1.286.815	17.756.953	2.307.546
2000	GGBR	113.955	347.425	6.288.633	18.565	1	462.095	4.731.899	1.335.000
2001	GGBR	148.716	417.800	8.846.217	22.617	1	352.677	5.333.591	1.908.162
2002	GGBR	210.341	603.630	11.440.390	33.093	1	555.939	7.247.511	2.933.203
2003	GGBR	326.226	1.003.396	13.231.858	27.779	1	790.793	12.414.750	2.245.196
2004	GGBR	765.867	2.398.584	16.643.323	27.804	1	923.670	17.475.711	1.757.966
2000	GOAU	51.543	158.106	6.364.860	812.346	1	462.095	4.731.899	1.356.794
2001	GOAU	69.045	211.794	8.859.169	949.337	1	352.677	5.333.591	1.923.617
2002	GOAU	110.695	326.177	11.519.421	897.984	1	555.939	7.247.511	2.963.127
2003	GOAU	159.840	507.495	13.354.547	911.965	1	790.793	12.414.750	2.289.356
2004	GOAU	386.908	1.217.425	16.757.585	985.838	1	923.670	17.475.711	1.810.996
2000	MAGS	11.145	42.407	443.192	597.562	0	20.672	420.321	31.274
2001	MAGS	8.353	33.043	489.612	365.007	0	48.731	459.222	38.826
2002	MAGS	18.738	74.660	562.474	715.319	0	90.735	534.436	19.845
2003	MAGS	19.522	77.595	802.776	602.322	0	78.945	747.323	57.692
2004	MAGS	23.012	91.561	908.826	243.506	0	48.743	847.961	73.963
2000	POMO	5.814	16.394	539.126	64.526	0	35.880	759.054	108.041
2001	POMO	15.771	36.276	763.097	219.155	0	11.322	957.007	208.429
2002	POMO	14.357	42.903	836.154	96.831	0	27.925	1.172.048	189.125
2003	POMO	33.453	71.723	1.007.516	90.813	0	44.116	1.196.734	288.519

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2004	POMO	31.178	72.230	1.057.074	168.445	0	22.087	1.431.643	189.851
2000	PRGA	12.879	39.268	2.034.434	211.919	0	196.977	1.606.095	631.927
2001	PRGA	45.717	144.774	2.195.693	373.895	0	119.110	2.204.397	631.001
2002	PRGA	4.272	10.905	2.378.918	328.032	0	79.581	2.307.837	998.476
2003	PRGA	33.435	113.523	2.581.042	260.995	0	64.549	3.552.702	753.772
2004	PRGA	79.085	242.634	2.251.443	94.130	0	49.910	4.354.605	439.120
2000	RPSA	24.927	99.707	992.048	22.424	0	37.610	681.106	59.385
2001	RPSA	28.307	97.517	1.313.175	23.163	0	165.758	729.331	82.603
2002	RPSA	19.029	76.118	1.639.562	34.353	0	558.334	734.752	184.830
2003	RPSA	28.814	115.257	1.970.567	135.071	0	147.209	1.180.827	134.349
2004	RPSA	17.465	69.861	1.959.660	20.374	0	71.319	1.267.712	230.358
2000	SAPR	64.137	123.345	2.199.570	36.034	0	197.614	596.091	72.725
2001	SAPR	61.910	227.098	2.545.109	54.221	0	249.089	667.672	142.461
2002	SAPR	49.382	108.614	2.408.111	111.609	0	210.423	704.097	94.166
2003	SAPR	88.244	229.436	3.088.214	208.893	0	233.120	891.657	93.525
2004	SAPR	49.569	178.186	3.086.925	97.632	0	134.372	920.010	85.104
2000	SBSP	417.696	596.411	13.834.938	223.715	0	562.529	3.055.961	347.558
2001	SBSP	377.140	303.679	14.418.082	138.984	0	651.279	3.111.139	497.564
2002	SBSP	72.769	85.611	12.919.625	291.935	0	489.820	2.980.058	1.054.070
2003	SBSP	397.953	859.941	15.353.088	320.660	0	937.462	3.817.112	925.976
2004	SBSP	128.448	434.615	14.966.834	345.996	0	271.454	3.921.056	1.334.769
2000	SDIA	29.061	97.542	2.987.275	247.087	1	142.064	2.623.634	1.194.291
2001	SDIA	64.719	174.342	3.131.565	409.525	1	98.730	3.292.348	841.886
2002	SDIA	52.925	177.452	4.059.671	177.292	1	94.137	3.353.201	1.584.111
2003	SDIA	118.775	399.244	5.096.746	261.408	1	102.164	4.915.133	1.314.514
2004	SDIA	112.420	377.239	5.105.954	174.539	1	111.292	5.688.623	1.440.649
2000	SUZB	32.746	130.869	3.589.586	124.982	0	70.759	2.277.283	324.850
2001	SUZB	15.651	62.581	4.451.907	309.525	0	96.828	2.440.405	614.763
2002	SUZB	34.600	138.225	4.922.356	239.110	0	196.342	1.636.251	392.171
2003	SUZB	70.830	283.322	5.571.182	740.268	0	135.135	2.301.405	725.578
2004	SUZB	111.580	446.283	5.271.847	968.629	0	279.088	2.354.141	726.292

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2000	TCOC	31.873	118.678	1.744.331	409.918	0	213.095	822.418	446.443
2001	TCOC	67.481	267.544	1.858.781	295.861	0	173.004	1.130.531	253.172
2002	TCOC	62.869	247.385	1.870.668	125.030	0	135.272	1.235.096	257.080
2003	TCOC	102.628	408.877	2.465.168	902.809	0	192.811	1.819.365	125.422
2004	TCOC	107.726	430.904	3.206.398	848.213	0	189.386	1.971.131	91.606
2000	TCSL	10.706	42.826	1.330.984	114.387	0	186.049	652.843	35.536
2001	TCSL	34.466	136.884	1.360.642	77.680	0	143.475	716.860	27.941
2002	TCSL	12.357	49.430	1.303.584	86.521	0	54.346	705.048	196.315
2003	TCSL	26.647	106.587	1.520.120	360.767	0	197.827	1.010.489	45.991
2004	TCSL	60.756	243.026	3.206.845	315.593	0	304.878	2.286.991	58.691
2000	TMAR	615.434	799.360	5.264.103	826.823	0	2.187.415	2.099.969	611.555
2001	TMAR	672.849	112.168	19.530.075	66.346	0	7.116.704	7.681.532	3.199.136
2002	TMAR	672.403	543.667	16.146.695	135.651	0	811.633	9.094.035	1.934.921
2003	TMAR	928.764	706.824	23.499.582	932.510	0	1.397.790	12.710.330	3.546.923
2004	TMAR	1.203.852	817.846	22.184.739	1.358.340	0	870.822	13.923.699	1.706.780
2000	TMCP	11.481	45.925	1.279.750	253.507	0	208.542	637.818	38.640
2001	TMCP	22.348	89.394	1.493.465	377.983	0	218.383	787.131	64.441
2002	TMCP	18.674	61.436	1.504.291	463.563	0	66.449	749.460	226.191
2003	TMCP	35.744	142.979	1.579.920	596.929	0	62.599	1.019.125	188.009
2004	TMCP	36.755	147.021	1.896.135	856.561	0	135.998	1.029.080	191.594
2000	TRPL	22.038	39.751	3.812.934	88.343	1	27.593	555.642	12.056
2001	TRPL	54.390	58.759	3.737.060	126.681	1	29.438	381.693	44.742
2002	TRPL	101.796	117.975	3.358.270	342.400	1	84.881	570.127	59.182
2003	TRPL	124.417	197.857	4.048.295	388.894	0	160.398	786.285	56.006
2004	TRPL	55.030	296.833	4.130.647	763.628	0	73.487	979.128	39.922
2000	TSEP	42.716	149.924	2.455.323	144.658	0	391.585	1.392.025	277.754
2001	TSEP	38.724	140.611	2.437.123	340.030	0	368.833	1.542.812	171.850
2002	TSEP	80.573	107.929	2.224.558	692.499	0	293.406	1.461.596	158.942
2003	TSEP	34.615	138.460	2.622.305	295.224	0	239.342	1.757.640	153.991
2004	TSEP	19.670	78.682	2.585.238	485.099	0	108.988	1.718.412	44.810
2000	UGPA	26.522	35.163	1.834.556	785.239	1	163.009	1.710.229	122.087

Período	Empresas	Proventos	Lucro Líquido	Ativo Total	Disponibilidades	Div Estatutário	Investimento	Receita Bruta	Dívida CP
2001	UGPA	188.216	335.850	1.768.010	594.152	1	188.402	2.069.450	112.792
2002	UGPA	51.419	134.949	1.683.318	504.651	1	326.710	2.368.849	173.897
2003	UGPA	66.871	175.565	2.184.700	514.619	1	375.221	3.715.342	302.663
2004	UGPA	146.385	321.949	2.290.676	497.930	1	128.275	4.266.318	261.315
2000	UNIP	25.690	96.099	862.791	152.594	0	34.605	700.252	70.787
2001	UNIP	28.883	97.163	982.046	155.616	0	89.672	942.114	73.404
2002	UNIP	24.332	77.522	1.240.007	167.222	0	124.988	911.188	119.658
2003	UNIP	28.244	104.909	1.747.716	124.400	0	201.542	1.442.857	180.108
2004	UNIP	50.126	187.859	2.018.060	159.700	0	109.756	1.944.196	162.915
2000	VCPA	80.518	313.758	3.175.422	2.406.278	0	202.167	1.308.607	166.752
2001	VCPA	83.332	328.604	5.031.716	2.543.792	0	647.632	1.407.747	884.909
2002	VCPA	76.733	234.486	5.810.496	3.378.326	0	698.510	1.630.694	763.312
2003	VCPA	221.789	778.279	7.382.832	1.942.906	0	452.308	2.717.706	1.292.478
2004	VCPA	256.902	651.698	6.821.990	3.492.739	0	288.618	3.034.521	751.742
2000	WEGE	42.041	109.085	1.089.801	477.363	0	81.687	728.435	332.628
2001	WEGE	61.800	151.759	1.194.366	355.281	0	86.683	965.502	234.086
2002	WEGE	70.464	166.089	1.397.612	459.840	0	65.658	1.014.172	477.629
2003	WEGE	115.026	272.189	1.786.283	443.457	0	116.746	1.573.475	349.699
2004	WEGE	154.031	341.660	2.204.922	589.201	0	110.027	1.965.142	380.274

Anexo III – Resultado E-views

Dependent Variable: DIV

Method: Panel EGLS (Cross-section weights)

Date: 09/25/05 Time: 21:16

Sample: 2000 2004

Cross-sections included: 34

Total panel (balanced) observations: 170

Linear estimation after one-step weighting matrix

White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-3.753548	0.221188	-16.96997	0.0000
LUC	0.847594	0.013275	63.84958	0.0000
DE	0.675585	0.132802	5.087145	0.0000
ATIVOTOT	0.337218	0.015870	21.24889	0.0000
DISP	0.030356	0.012660	2.397802	0.0179
DIVFINCP	-0.041906	0.016921	-2.476526	0.0146
INVEST	-0.037969	0.015923	-2.384602	0.0185

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.999830	Mean dependent var	22.11903
Adjusted R-squared	0.999779	S.D. dependent var	18.65636
S.E. of regression	0.277391	Sum squared resid	10.00298
F-statistic	19598.19	Durbin-Watson stat	2.212671
Prob(F-statistic)	0.000000		

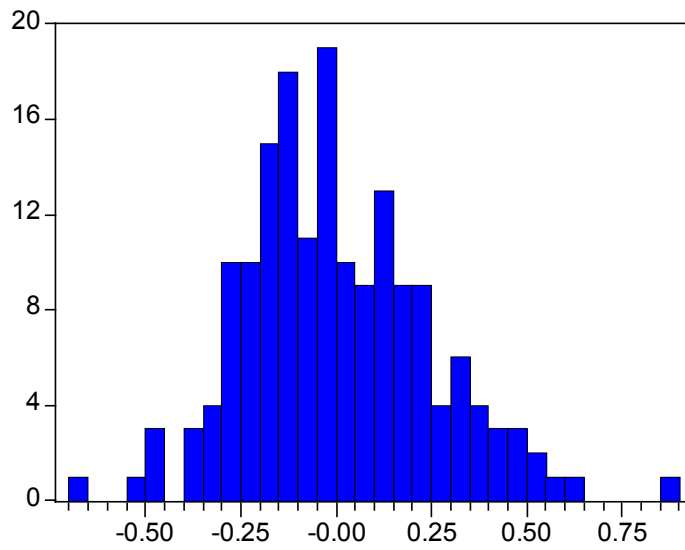
Unweighted Statistics

R-squared	0.946965	Mean dependent var	11.35187
Sum squared resid	14.39586	Durbin-Watson stat	2.162671

Anexo IV – Efeitos fixos

Empresa	Coefficientes
AMBV	-0,3491
ARCZ	0,8407
BELG	-0,2516
BRT0	-0,1776
B RTP	-0,2955
CGAS	0,0278
CMIG	-0,1137
COCE	0,2041
CRUZ	1,3344
CSNA	0,5712
CSTB	0,2627
CTNM	-0,6024
DURA	-0,5615
ELET	-0,7128
GGBR	-0,6121
GOAU	-0,8587
MAGS	0,0216
POMO	0,4121
PRGA	0,0283
RPSA	-0,0443
SAPR	0,2026
SBSP	0,3786
SDIA	-0,6897
SUZB	-0,3649
TCOC	-0,0488
TCSL	-0,1603
TMAR	1,4094
TMCP	-0,1261
TRPL	-0,1041
TSEP	0,0335
UGPA	-0,1268
UNIP	0,0684
VCPA	-0,1089
WEGE	0,5138

Anexo V – Análise dos resíduos



Series: Standardized Residuals	
Sample 2000 2004	
Observations 170	
Mean	-4.14e-16
Median	-0.025750
Maximum	0.855402
Minimum	-0.676137
Std. Dev.	0.243288
Skewness	0.417798
Kurtosis	3.406015
Jarque-Bera	6.113416
Probability	0.047042

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)