

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL CAMAROTTO MOTA

**DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO
E RECOMPRA DE AÇÕES:
um estudo empírico sobre a política
de distribuição no Brasil**

São Paulo

2007

DANIEL CAMAROTTO MOTA

**DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO
E RECOMPRA DE AÇÕES:
um estudo empírico sobre a política
de distribuição no Brasil**

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Willian Eid (EAESP/FGV) –
Orientador

Prof. Dr. Ricardo Rochman
(EAESP/FGV)

Prof. Dr. Leonardo Cruz Basso
(Mackenzie)

São Paulo

2007

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

DANIEL CAMAROTTO MOTA

**DIVIDENDOS, JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO
E RECOMPRA DE AÇÕES:
um estudo empírico sobre a política
de distribuição no Brasil**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-
Graduação da EAESP – FGV como
requisito para a obtenção do título de
Mestre em Administração de Empresas

Área de concentração: Finanças

Orientador: Prof. Dr. Willian Eid

São Paulo

2007

MOTA, Daniel Camarotto. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. São Paulo, EAESP/FGV, 2007. 71 p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV, área de concentração: Finanças).

RESUMO: Foram analisadas empiricamente as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das empresas brasileiras, avaliando-se como é feita a escolha entre os seus instrumentos: dividendos, juros sobre capital próprio (JSCP) e recompra de ações. A amostra foi constituída das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no período de 2000 a 2005. Encontramos que a existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento são fatores que levam as empresas a distribuírem a maior parte dos seus lucros na forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Embora os JSCP sejam mais vantajosos como forma de distribuição do que os dividendos, muitas empresas que possuem disponibilidade não os utilizam, o que leva à destruição de valor. As empresas que mais distribuem JSCP são as mais antigas na Bolsa de Valores, e que possuem os maiores *payouts*. As recompras de ações são utilizadas como complemento aos dividendos, quando as ações possuem liquidez e não é certo que a distribuição seja sustentável no futuro, propiciando flexibilidade financeira.

PALAVRAS-CHAVE: Dividendos, juros sobre capital próprio, recompras de ações, política de distribuição, *payout*.

Meus sinceros agradecimentos

aos meus pais, José Tadeu Mota e Angela Camarotto Mota, e ao meu irmão, Filippe Camarotto Mota, que me incentivaram e me apoiaram ao longo de toda a minha vida e, em especial, na realização deste trabalho;

ao professor Willian Eid Junior por sua orientação e seu apoio, que foram fundamentais ao desenvolvimento deste trabalho;

aos professores Ricardo Rochman, Fabio Galo e Leonardo Cruz Basso, por aceitarem participar das bancas e trazerem contribuições importantes a este trabalho;

a Aline Cardoso Rosa, que foi sempre paciente e me ajudou nos momentos em que mais precisei;

ao Banco Itaú pelo incentivo ao desenvolvimento intelectual de seus colaboradores e em especial ao diretor, sr. Máximo Gonzáles, da Diretoria de Produtos Pessoa Física, e também aos senhores Mario Tênis, Rodrigo Santos Silva e Marcello Cruz pelo apoio;

aos meus amigos, que sempre estiveram ao meu lado.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	10
2.1 Revisão da literatura no mundo	10
2.2 Revisão da literatura no Brasil	19
2.2.1 Aspectos legais	20
2.2.2 Literatura no Brasil	24
3 HIPÓTESES	31
3.1 Problemas de pesquisa	31
3.2 Hipóteses	32
3.2.1 Dividendos	32
3.2.2 Juros sobre capital próprio	34
3.2.3 Recompra de ações	35
4 METODOLOGIA	38
4.1 Como quantificar as variáveis	38
4.2 O modelo	39
4.3 Amostra	41
5 RESULTADOS	47
5.1 Evolução anual da política de distribuição	47
5.2 Análises multivariadas	49
5.2.1 Regressão dividendos	49
5.2.2 Regressão juros sobre capital próprio	56
5.2.3 Regressão recompra de ações	58
5.2.4 Análise de robustez	59
6 CONCLUSÃO	62
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68

1 INTRODUÇÃO

Esta dissertação tem por objetivo avaliar as motivações envolvidas na definição da política de distribuição das empresas brasileiras, e como é feita a escolha entre os seus instrumentos: dividendos, juros sobre capital próprio (JSCP) e recompra de ações.

Modigliani & Miller (1961) argumentam que em mercados perfeitos e completos a política de dividendos não afeta o valor da empresa e, portanto, é irrelevante. Explorando as imperfeições do mercado, muitos autores mostraram, em estudos internacionais, que a política de dividendos é relevante e identificaram as razões para que isso ocorra. Pettit (1972), Aharony e Swary (1980), Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) descobriram retornos anormais positivos para o valor das ações após elevações nos dividendos, e negativos após reduções, o que é evidência de que a política de dividendos cria valor para as empresas. Dentre as razões que podem explicar o porquê dessa criação de valor, uma teoria bem aceita é a de que os dividendos são uma forma de mitigar os problemas de agência entre administradores e acionistas (La Porta *et al.*, 2000).

As recompras de ações podem ser uma forma alternativa aos dividendos para a distribuição do fluxo de caixa livre aos acionistas. Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995) e Grullon e Michaely (2002) descobriram que os programas de recompras também podem ser fonte de criação de valor, de forma que não só a política de dividendos é relevante para as empresas, mas também a política de distribuição como um todo. Há evidências de que a explicação para essa criação de valor também é a solução de problemas de agência.

Dittmar (2000), Jagannathan *et al.* (2000), e John e Knyazeva (2006), estudaram as motivações para a realização de uma política de distribuição, e o modo como é feita a escolha entre os dividendos e as

recompras de ações no mercado americano. Dentre as conclusões, destacamos algumas das mais importantes:

- empresas maiores, com maior fluxo de caixa, menores oportunidades de investimento, menor endividamento e pior governança corporativa distribuem uma maior parte de seus lucros aos acionistas;
- os dividendos são utilizados quando os fluxos de caixa são mais estáveis e sustentáveis, e as recompras de ações ocorrem para a distribuição de fluxos de caixa temporários;
- as recompras de ações são utilizadas para distribuir caixa aos acionistas, aproveitar um subapreçamento da ação (como uma forma de investimento), alterar a alavancagem financeira, se defender de aquisições hostis e conter a diluição do valor da ação quando os administradores recebem opções de ações da empresa.

No Brasil, Neto e Saito (2002) encontraram retornos anormais positivos após o pagamento de dividendos. O mesmo resultado foi encontrado por Moreira e Procianny (2000) e Gabrielli e Saito (2003) para o anúncio de programas de recompra de ações. Isso evidencia que a política de distribuição pode ser uma forma de criação de valor para as empresas no mercado brasileiro também. Entretanto, ainda não há estudos que mostrem quais os padrões de utilização e como é feita a escolha entre os mecanismos da política de distribuição no Brasil. As conclusões de estudos internacionais não podem ser aplicadas diretamente ao mercado brasileiro, já que há uma série de particularidades, dentre as quais destacamos:

- existência de dividendo mínimo obrigatório;
- possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio;
- grande concentração da propriedade;
- dividendos, do ponto de vista fiscal, mais vantajosos do que as recompras de ações.

Assim, por meio da análise das empresas listadas na Bovespa, no período de 2000 a 2005, este trabalho mostra os padrões de utilização da política de distribuição no Brasil e destaca os pontos críticos que uma companhia deve observar antes de definir a sua política. A existência de fluxo de caixa, a estabilidade desses fluxos, o não comprometimento com o endividamento, a preocupação com a governança corporativa e a existência de poucas oportunidades de investimento são fatores que levam as empresas a distribuírem uma maior parte dos seus lucros na forma de dividendos e/ou juros sobre capital próprio. Embora Carvalho (2003) mostre que os JSCP são mais vantajosos como forma de distribuição do que os dividendos, já que para um mesmo recebimento por parte do acionista, as empresas que utilizam os JSCP tem um desembolso de recursos menor, muitas empresas que possuem disponibilidade para distribuir JSCP não os utilizam, o que leva à destruição de valor. As empresas que mais distribuem JSCP são as mais antigas na Bolsa de Valores e que possuem os maiores *payouts*. As recompras de ações são utilizadas como complemento aos dividendos, quando as ações possuem liquidez e não é certo que a distribuição seja sustentável no futuro, propiciando flexibilidade financeira.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: na seção 2 é feita a revisão da literatura no mundo, a análise de aspectos legais brasileiros e a revisão da literatura no Brasil; na seção 3 são definidas as hipóteses de trabalho; na seção 4, a metodologia utilizada; na seção 5, os resultados; e na seção 6, a conclusão.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Esta seção faz uma revisão dos principais trabalhos sobre política de dividendos e política de recompra de ações. Dadas as particularidades existentes no mercado brasileiro, esta seção foi dividida nas subseções 2.1, que faz a revisão do tema no mundo, e na 2.2, a qual revisa o que foi escrito no Brasil.

2.1 Revisão da literatura no mundo

A discussão sobre política de dividendos começa a ter um maior destaque a partir da publicação do artigo de Modigliani & Miller (1961). Nesse estudo, argumenta-se que em mercados perfeitos e completos a política de dividendos não afeta o valor da empresa e, portanto, é irrelevante. O valor da firma seria resultado de sua política de investimentos, e os dividendos seriam residuais, ou seja, viriam da parte dos ganhos que não tivesse sido utilizada para investimentos. A distribuição ou não desse resíduo na forma de dividendos seria irrelevante, já que seria compensada por uma queda do valor da ação na mesma proporção. Mercados perfeitos, hipótese central do artigo, são mercados onde os investidores são racionais e objetivam a maximização da riqueza, não há incidência de impostos, as informações são simétricas (todos os investidores tem as mesmas informações), os contratos são completos (totalmente cumpridos, de forma a não existirem problemas de agência) e não há custos de transação.

Após a publicação de Modigliani & Miller, é vasta a literatura que tenta avaliar a relevância da política de dividendos explorando as imperfeições do mercado. As teorias e as principais evidências encontradas foram:

- a) Impostos: nos EUA, sobre os dividendos incidem maiores impostos do que sobre os ganhos de capital, e, dessa forma, se os investidores não conseguem utilizar estratégias para evitar esses impostos maiores, a política ótima seria minimizar os dividendos. Entretanto, as evidências de Blume, Crocket e Friend (1974) e Lewellen, Stanley, Lease e Schlarbaum (1978) mostram que os investidores que pagam altos impostos sobre dividendos recebidos possuem um montante substancial das ações que pagam dividendos, indicando que a questão fiscal talvez não deva ser a principal preocupação ao se definir uma política de dividendos. Miller & Sholes (1982) encontraram evidências de que os efeitos das diferenças das alíquotas de dividendos e ganhos de capital não são significantes para explicar o retorno esperado das ações.
- b) Assimetria de informação: devido ao fato de os administradores serem mais bem informados a respeito do fluxo de caixa futuro das empresas, os dividendos podem trazer informações sobre o desempenho atual e futuro delas para o mercado. Assim, uma elevação dos dividendos sinalizaria boas condições para a firma, e as reduções sinalizariam más condições. Embora Pettit (1972), Aharony e Swary (1980), Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) tenham encontrado retornos anormais positivos para o valor das ações após elevações nos dividendos, e negativos após reduções, as evidências encontradas por Benartzi, Michaely e Thaler (1997), Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) e De Angelo, De Angelo e Skinner (1996) mostraram que as elevações nos dividendos são seguidas de quedas nos ganhos das empresas, e as reduções nos dividendos são seguidas de elevações nos ganhos, o oposto do que prevê a teoria da sinalização. Além

disso, os retornos anormais encontrados por Grullon, Michaely e Swaminathan (2002) perduraram por três anos, indicando que o mercado demoraria muito para incorporar uma possível sinalização nos preços. Finalmente, as evidências indicam que as empresas maiores, mais lucrativas e que possuem menos assimetria de informação pagam a maior parte do volume de dividendos. Assim, embora haja evidências de que as elevações ou reduções nos dividendos tenham impacto no valor das empresas, o efeito da sinalização não parece ser a causa.

- c) Custos de transação: os dividendos são uma forma de o investidor ter uma fonte de renda sem ter que incorrer nos custos para vender suas ações e realizar os ganhos. Esses custos seriam tanto o tempo e o esforço demandados para realizar as operações quanto os custos financeiros envolvidos, como, por exemplo, a taxa de corretagem. Entretanto, Allen & Michaely (1995) argumentam que houve um barateamento dos custos de transação a partir de 1975 sem que houvesse uma diminuição dos dividendos. Além disso, como Black & Sholes (1974) argumentaram, em equilíbrio as clientelas que desejam os dividendos estariam atendidas, e, dessa forma, a teoria dos custos de transação é inconsistente com as evidências encontradas de que as elevações e diminuições nos dividendos são seguidas por elevações e diminuições no valor das ações, respectivamente.
- d) Problemas de agência: os administradores podem utilizar o fluxo de caixa livre da empresa em projetos de valor presente líquido negativo apenas para expandir os negócios da firma, de forma a torná-la maior e mais diversificada, reduzindo, assim, o

risco de perder o emprego. Nesse sentido, o pagamento de dividendos faria os ganhos retornarem aos investidores, impedindo os administradores de agirem em benefício próprio, e, por esse motivo, seria seguido de uma reação positiva do mercado em relação ao valor das ações. La Porta *et al.* (2000) analisou 4.103 empresas de 33 países no ano de 1994 e identificou que, em países com alta proteção aos investidores, as empresas pagam dividendos maiores do que em países com baixa proteção. Além disso, quando a proteção é alta, os dividendos são decrescentes quanto maiores forem as oportunidades de investimento das empresas, ao contrário do que acontece quando a proteção é baixa, já que, nesse caso, os dividendos são insensíveis às oportunidades de investimento. Isso mostra que os investidores, quando possuem algum poder para influenciar as decisões das empresas, pressionam por um maior pagamento de dividendos, para evitar que se façam maus investimentos, e aceitam postergar o recebimento dos dividendos quando há boas oportunidades de investimentos. A evidência empírica, portanto, confirma que a política de dividendos é relevante por solucionar problemas de agência.

Assim, as evidências empíricas mostram que a política de dividendos é relevante e cria valor para a empresa, já que gera retornos anormais duradouros para as ações. Além disso, o principal motivo pelo qual esse comportamento pode ser observado parece ser o fato de que os dividendos são uma importante forma de mitigar problemas de agência.

Uma forma alternativa aos dividendos para a distribuição de fluxo de caixa livre aos acionistas pode ser a recompra de ações. As recompras fazem com que a quantidade de ações no mercado diminua,

de forma a aumentar a participação de cada acionista na empresa, sem alterar, do ponto de vista contábil-financeiro, o valor da empresa, valorizando, assim, em um mercado perfeito, o preço da ação pelo montante gasto na recompra.

As recompras podem ser de três tipos: oferta a preço fixo, na qual a administração define o número de ações que pretende recomprar, a data de expiração e o preço que pretende pagar, que é normalmente superior ao de mercado, ficando a cargo do acionista vender ou não suas ações; leilão holandês, o qual funciona como a oferta a preço fixo, mas em vez de estipular um preço, a empresa define uma faixa de preços, normalmente superiores aos de mercado, e os acionistas podem oferecer suas ações a qualquer um dos preços estipulados, sendo que o preço mínimo estabelecido no leilão para recomprar a quantidade desejada pela empresa será pago a todos os acionistas que o ofertaram ou que ofertaram preços menores; recompra de ações a mercado, na qual a empresa recompra as ações a preços de mercado como qualquer outro investidor. O método mais utilizado no mercado norte-americano é a recompra a mercado.

As recompras de ações podem ter algumas vantagens em relação aos dividendos, particularmente no mercado americano. Elas propiciam aos acionistas a possibilidade de diferir o imposto a ser pago sobre os ganhos, já que, ao contrário daquilo que ocorre com os dividendos, os ganhos de capital advindos de um programa de recompra podem ser realizados no momento em que o acionista desejar. Os dividendos geram um comprometimento de longo prazo para a empresa, pois, como já visto, reduzir a distribuição gera depreciação do valor da ação, e esse comprometimento não ocorre no caso das recompras. Além disso, no mercado americano, o imposto sobre ganhos de capital é menor do que sobre os dividendos, o que é um incentivo a favor dos programas de recompra.

Nesse sentido, muitos estudos foram realizados avaliando a evolução dos pagamentos de dividendos e das recompras de ações. Jagannathan *et al.* (2000) descobriram que entre 1985 e 1996 o valor das recompras feitas por companhias norte-americanas cresceu 612%, de US\$ 8,8 bilhões para US\$ 63,3 bilhões, enquanto o pagamento de dividendos cresceu apenas 109%, de US\$ 67,6 bilhões para US\$ 141,7 bilhões. Os mercados canadense, europeu e australiano também tiveram aumento nas recompras de ações, conforme analisado por Ikenberry *et al.* (2000), Lasfer (2002), e Lamba e Ramsay (2000), respectivamente, embora os números sejam bastante pequenos se comparados com os dos EUA. Uma legislação mais permissiva com as recompras contribuiu para esses aumentos.

Dada a crescente importância das recompras de ações, há um movimento no sentido de verificar se as recompras criam valor para as empresas da mesma forma que os dividendos, quais os motivos que levam as empresas a realizarem um programa de recompra e como é feita a escolha entre a distribuição de dividendos e a recompra de ações para distribuição dos fluxos de caixa livres aos acionistas.

Como no caso dos dividendos foram encontrados retornos anormais para as ações após o anúncio de um programa de recompra de ações a mercado (Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen, 1995, Grullon e Michaely, 2002), oferta a preço fixo e leilão holandês (Comment e Jarrell, 1991). Segundo Ikenberry, Lakonishok e Vermaelen (1995) os retornos anormais perduram por pelo menos quatro anos. Grullon e Michaely (2000) perceberam que há uma queda da lucratividade após o anúncio de um programa de recompra a mercado. Assim, as evidências favorecem a hipótese de que as recompras elevam o valor das ações por solucionarem problemas de agência, da mesma forma que ocorre com os dividendos.

Dittmar (2000) descobriu que as empresas utilizam as recompras de ações não só para distribuir excessos de caixa aos seus acionistas,

mas também para se beneficiar de um subapreçamento da ação (como uma forma de investimento), alterar a alavancagem financeira (reduzindo o patrimônio líquido), defender-se de aquisições hostis (encarecendo-as por meio da compra das ações daqueles acionistas que possuem menor valor de reserva), conter a diluição do valor da ação, que ocorreria com a distribuição de dividendos, quando os administradores recebem opções de ações da empresa, e manter as ações em tesouraria para distribuição no exercício das opções de ações recebidas pelos administradores.

Jagannathan *et al.* (2000) analisaram as características das empresas que elevam o total distribuído aos acionistas em termos de dividendos e recompras de ações. Eles mostraram que são as firmas maduras, com fluxos de caixa mais estáveis e poucas oportunidades de crescimento/investimento, que elevam a distribuição. Comparando as firmas que realizam recompras com as que pagam dividendos, descobriram que os dividendos decorrem de fluxos de caixa mais estáveis e sustentáveis, e as recompras, de fluxos de caixa temporários. Além disso, perceberam que as empresas que realizam recompra são menores e possuem uma menor distribuição em termos de dividendos, concluindo que a flexibilidade financeira dos programas de recompra, por não gerarem comprometimento com uma distribuição de longo prazo, é um fator importante na escolha entre dividendos e recompra de ações.

John e Knyazeva (2006) analisaram o efeito da governança corporativa na utilização dos dividendos e recompras de ações em empresas norte-americanas nos anos de 1992 a 2003. Os resultados encontrados foram os seguintes:

- os dividendos, por gerarem um comprometimento de longo prazo, são mais eficientes na solução de problemas de agência e, dessa forma, são substitutos para governanças corporativas fracas. Assim, quanto melhor a governança corporativa de uma empresa, menores serão os dividendos distribuídos, de forma que ela não necessitará incorrer nos

custos de pagar dividendos em termos da desvantagem fiscal e da menor flexibilidade comparativamente às recompras;

- as recompras de ações são maiores quando os índices de governança externos são bons, pois, nesse caso, os administradores têm que ter uma maior preocupação com o valor de mercado da empresa, para não serem demitidos, e recomprar ações resulta, em geral, na sua valorização;
- boa governança interna mitiga a assimetria de informação sobre as ações dos administradores e reduz a necessidade de distribuição, tanto em recompras como em dividendos;
- o total distribuído (dividendos + recompras) é decrescente em função dos níveis de governança (internos ou externos);
- os dividendos do período anterior têm impacto positivo nos dividendos atuais, pois as empresas aumentam/diminuem o volume de dividendos distribuídos menos do que proporcionalmente à variação de seus ganhos por ação, para manterem uma certa estabilidade em relação ao que vem sendo distribuído em períodos anteriores (Lintner, 1956). As recompras do período anterior também têm impacto positivo nas recompras atuais;
- quanto maior o ROA (indicativo de um fluxo de caixa maior), maiores são os dividendos e as recompras;
- os dividendos e as recompras são inversamente proporcionais às oportunidades de investimento/crescimento, já que as empresas com mais projetos de valor presente positivo possuem menos problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado;
- o tamanho da empresa é positivamente relacionado com os dividendos e as recompras, conforme descoberto por Fama e French (2001);

- as empresas de maior risco pagam menos dividendos, pois o custo de sustentá-los é maior;
- maior alavancagem ocasiona uma menor distribuição em termos de dividendos e recompras, pois gera um comprometimento com o pagamento de juros, elevando o custo de se realizar uma distribuição. Além disso, há restrições quanto ao pagamento de dividendos nos contratos para tomar empréstimos;
- os dividendos são menores e as recompras, maiores quando os administradores recebem opções de ações, pois não há compensação pela perda de valor da ação devido à distribuição de dividendos.

Em relação à decisão de distribuição de dividendos, Lintner (1956), em uma série de entrevistas com administradores, notou os seguintes pontos:

- as empresas têm uma meta de distribuição de longo prazo. Empresas maduras com ganhos estáveis pagam uma grande proporção de seus ganhos. Empresas em crescimento distribuem pouco;
- os administradores focam mais as mudanças nos dividendos do que os seus valores absolutos;
- os administradores suavizam os dividendos, elevando-os apenas se houver ganhos sustentáveis;
- os administradores relutam em fazer, nos dividendos, mudanças que tenham que ser revertidas posteriormente.

Van Horne (2002) também indicou alguns fatores que devem ser observados antes que se decida por uma política de distribuição de dividendos ou recompra de ações:

- as projeções de fluxo de caixa e a utilização do fluxo em investimentos, para poder definir uma distribuição sustentável;
- a habilidade de captação por parte da empresa: quanto maior a habilidade, maior a flexibilidade para a definição de uma distribuição;
- as políticas dos concorrentes e o que os investidores esperam da empresa;
- quando há poucos acionistas, a empresa pode facilmente conhecer e atender as suas necessidades (por exemplo, se os acionistas pagam altos impostos sobre dividendos, pode-se minimizar sua distribuição);
- restrições advindas dos contratos de dívida em relação ao quanto se pode realizar de distribuição de dividendos e recompra de ações;
- manter certa estabilidade na distribuição, aumentando-a suavemente, sempre que possível.

2.2 Revisão da literatura no Brasil

Esta seção está dividida nas subseções 2.2.1, que avalia a legislação brasileira a respeito dos dividendos, JSCP e recompras de ações, e 2.2.2, que discorre sobre outros pontos importantes encontrados na literatura.

2.2.1 Aspectos legais

Da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que regulamenta a distribuição de dividendos no Brasil, destacamos alguns pontos relevantes:

- as ações preferenciais têm preferência na distribuição dos dividendos (artigo 17);
- as ações preferenciais sem direito a voto adquirem esse direito caso a companhia, por três exercícios consecutivos, deixe de pagar dividendos obrigatórios, até que seja feito o pagamento (art. 111);
- é necessária a aprovação de acionistas que representem pelo menos 50% das ações com direito a voto para alterar o dividendo obrigatório (art. 136);
- para que os administradores possam receber participação no lucro da companhia, o estatuto da empresa deve fixar o dividendo obrigatório em, no mínimo, 25% do lucro líquido (art. 152);
- a destinação dos lucros para a constituição de reservas ou a retenção deles não pode prejudicar a distribuição do dividendo obrigatório (art. 198);
- o dividendo obrigatório pode ser fixado como uma percentagem do lucro líquido ou do capital social (art. 202);
- os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela estabelecida no estatuto, ou, se este não tiver a preocupação com a matéria em questão, metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: reserva legal, reserva para contingências e reserva para lucros a realizar (art. 202);

- quando o estatuto da companhia for omissivo e a firma desejar modificar a matéria em questão, o dividendo obrigatório não deverá ser menor do que 25% do lucro líquido ajustado (art. 202);
- o dividendo deverá ser pago em até 60 dias a partir da data em que for declarado (art. 205).

Assim, a empresa tem a liberdade de definir em seu estatuto qual será o dividendo mínimo a ser pago aos seus acionistas. Se o estatuto não possuir nenhuma definição a esse respeito, o dividendo mínimo obrigatório passará a ser 50% do lucro líquido com os acréscimos e deduções estabelecidos no artigo 202. Entretanto, no caso de o estatuto ser omissivo, a assembleia geral poderá alterar o dividendo obrigatório para um percentual menor do que 50% do lucro, porém com a limitação de que ele deverá ser de, no mínimo, 25%. No entanto, se a empresa for de capital fechado, a assembleia poderá deliberar, caso não haja oposição de qualquer acionista presente, a distribuição de dividendo menor do que 25% do lucro. De qualquer forma, os administradores só poderão ter participação nos lucros se o estatuto fixar o dividendo obrigatório em no mínimo 25% do lucro.

O dividendo poderá não ser obrigatório no exercício social em que os órgãos de administração informarem à assembleia geral ordinária que é incompatível com a situação financeira da companhia. Em companhias abertas, a CVM deverá ser comunicada. Os lucros não distribuídos serão contabilizados em conta de reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos subsequentes, deverão ser distribuídos quando a situação financeira da empresa permitir.

A Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, no seu artigo 17, inclui as seguintes condições: as ações preferenciais só podem ser negociadas se tiverem direito de participar do dividendo de, no mínimo, 25% do lucro líquido, se tiverem direito a um dividendo 10% superior ao das ações ordinárias, ou se tiverem os mesmos direitos conferidos às ações

ordinárias, no caso de venda do controle acionário ou fechamento de capital.

A Lei nº 9.249, de dezembro de 1995, cria os juros sobre capital próprio (JSCP) como um incentivo para compensar o fim da correção monetária dos balanços das firmas. Essa lei permitiu que parte dos dividendos, na forma de JSCP, fosse considerada como despesa financeira, reduzindo a base de cálculo do imposto de renda incidente sobre o lucro das empresas. A Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, estendeu essa dedução à base de cálculo da contribuição social sobre o lucro, a partir do exercício de 1997, condicionando a dedução ao efetivo pagamento ou crédito aos acionistas. Os JSCP podem ser calculados pela taxa que a empresa considerar adequada; entretanto, para considerar essa despesa dedutível da base de cálculo de imposto de renda e contribuição social, os seguintes limites devem ser respeitados:

- não deve exceder a variação da TJLP (taxa de juros de longo prazo) *pro rata* dia fixada pelo Banco Central;
- a aplicação do percentual de variação da TJLP no período sobre o valor do patrimônio líquido não pode ser maior do que 50% das reservas de lucros ou do lucro líquido, o que for maior.

Os juros pagos aos acionistas podem ser considerados para o cumprimento do dividendo mínimo obrigatório. A alíquota de imposto de renda sobre os JSCP é de 15%. Esse imposto é tributado na fonte para as pessoas físicas e pode ser compensado futuramente para as pessoas jurídicas.

As recompras de ações podem ser de dois tipos no Brasil: oferta pública de ações (OPA), que é uma oferta a preço fixo (*fixed-price tender offer*) e possui diversas modalidades (cancelamento de registro de companhia aberta, aquisição do controle, alienação do controle, aumento da participação do controlador), além de ser uma oferta irrevogável e irretratável; recompra de ações a mercado (*open market share*

repurchase), em que a empresa recompra as ações a preços de mercado como qualquer outro investidor.

A tributação a que os acionistas estão sujeitos quando é feito um programa de recompra de ações é a incidente sobre os ganhos de capital (diferença entre o preço médio de aquisição da ação e o que se recebeu pela venda). De 1976 a 1988, os ganhos de capital não eram tributados, mas sim os dividendos. A partir de 1989, os ganhos de capital passaram a ser tributados e na maior parte do período entre 1990 e 1993 essa tributação foi de 25%, enquanto os dividendos deixaram de ser tributados. Em 1995 houve uma redução da alíquota sobre os ganhos de capital. Atualmente não há tributação sobre os dividendos, a alíquota de imposto de renda para os JSCP é de 15% e sobre os ganhos de capital a seguinte regra é seguida:

- Imposto de renda: a alíquota de 15% é aplicada sobre os ganhos de capital. Essa alíquota vale para todos os tipos de operações nos vários mercados de ações, com exceção das operações de *day-trade*, em que a alíquota é de 20%.
- Isenção: desde janeiro de 2005, os ganhos obtidos com a venda de ações no mercado à vista, cujo valor de alienação é inferior a R\$ 20 mil durante o mês, estão isentos do pagamento de IR. Essa isenção não é concedida em nenhum outro mercado de ações. Vale ressaltar que na determinação do preço médio de compra da ação é possível incluir as despesas com corretagem, taxas ou outros custos necessários à realização da compra/venda das ações, o que acaba reduzindo o montante do ganho de capital.
- Recolhimento: desde janeiro de 2005 foi introduzido o recolhimento na fonte sobre as aplicações em ações, sendo aplicada uma alíquota única de 0,005% sobre o valor da alienação no mercado à vista. Essa alíquota é aplicada em todas as operações com ações, com exceção das de *day-trade*, cuja alíquota é de 1%.

- Nos fundos de ações, o imposto é recolhido na fonte pelo administrador do fundo no momento do resgate, mas nas demais operações com ações, independentemente do mercado, o imposto deve ser recolhido pelo investidor. Mensalmente o investidor deve apurar se obteve ganho ou perda nas operações no mercado de ações, e em caso de ganho o imposto devido deve ser recolhido até o último dia útil do mês subsequente.

O percentual máximo permitido para recompra de ações a mercado é de 5% das ações em circulação ou 10% das negociações em 12 meses. O prazo máximo para a aquisição das ações após o anúncio de recompra é de três meses, podendo ser prorrogado. Não é obrigatório que a empresa recompre o que foi anunciado. A Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, aumentou os direitos dos minoritários, dificultando o “fechamento branco” de capital, que seria quando os acionistas majoritários de uma companhia conseguem, via recompra de ações a mercado, deter um percentual que limite a liquidez das ações em circulação, prejudicando os acionistas minoritários por causa da possibilidade de que as ações tenham seu preço reduzido pela falta de liquidez. Com o preço depreciado, os acionistas majoritários poderiam fechar o capital a um custo menor.

2.2.2 Literatura no Brasil

Assim como se constata nos estudos internacionais, há evidências de que no Brasil a distribuição de fluxo de caixa livre aos acionistas, mediante o pagamento de dividendos ou a recompra de ações, cria valor para as empresas.

Neto e Saito (2002) estudaram os retornos anormais acumulados após o pagamento de dividendos no Brasil. A amostra foram as ações que compõem os índices Ibovespa e IBX no período de 1998 a 2000,

formada por 163 eventos. A metodologia utilizada foi o estudo de eventos. Os dados foram obtidos no Banco de Dados da Económica. O resultado encontrado foi um retorno anormal acumulado nos 90 pregões após o pagamento de dividendos de 3,88%. Além disso, dividindo-se os eventos em *dividends yield* alto (a), intermediário (b) e baixo (c), encontrou-se: $CARa > CARb > CARc$, onde CAR é o retorno anormal acumulado (*cumulative abnormal return*). Dividindo-se os eventos em empresas que distribuíram percentual maior do que 25% do lucro do exercício anterior (h), menor ou igual a 25% (m), e que tiveram prejuízo no ano anterior (l), encontrou-se: $CARh > CARm > CARl$.

Correia e Amaral (2002) também analisaram o impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000, e confirmaram a evidência de que a política de dividendos causa impacto sobre o valor de mercado das ações.

Um estudo recente, divergente em relação aos dividendos, é o de Firmino, Santos e Matsumoto (2004), que analisaram, por meio do estudo de eventos, o retorno anormal acumulado de 58 empresas e 294 eventos de companhias abertas não financeiras negociadas no Brasil, com presença em bolsa não inferior a 85%, no período de 1996 a 2002, utilizando dados da Económica, e não encontraram evidências de retorno anormal na janela de 120 dias antes e após os anúncios de pagamento de dividendos ou juros sobre capital próprio. Nesse estudo, entretanto, há dois problemas metodológicos: o retorno da ação não foi ajustado ao dividendo pago; e o *benchmark* para o cálculo do retorno anormal foi o Ibovespa e não o retorno esperado para a ação em função do mercado, o que pode gerar viés se a empresa tiver um risco sistemático muito baixo ou se, por exemplo, tiver seus retornos negativamente correlacionados com o Ibovespa.

Moreira e Procianny (2000) examinaram os anúncios de recompra de ações a mercado na Bovespa no período de maio 1997 a outubro 1998 e verificaram seu efeito sobre o preço das ações. Os resultados

obtidos corroboram o efeito positivo do anúncio de forma progressiva ao longo de aproximadamente 25 dias subsequentes ao evento.

Gabrielli e Saito (2003), ao estudarem o retorno anormal acumulado (CAR) das ações da Bovespa após o anúncio de recompra de ações a mercado, descobriram que o mercado penalizava o anúncio de recompra de ações antes da Instrução CVM nº 299, tanto pela possibilidade de se tirar liquidez da ação para se realizar um “fechamento branco de capital” quanto pelo fato de terem desvantagens fiscais em relação aos dividendos. No entanto, após a Instrução CVM nº 299, que passa a dificultar o “fechamento branco de capital”, o retorno anormal acumulado passa a ser positivo em 4% no intervalo do evento (dias -10 a 65 em torno do anúncio da recompra). Descobriu-se também que as empresas que fecharam capital após o anúncio de recompra foram mais penalizadas que as demais antes da Instrução 299, tendo um CAR significativamente mais negativo. Após a Instrução, nenhuma empresa que anunciou recompra a mercado fechou capital posteriormente, confirmando que ela foi eficaz para garantir os direitos dos minoritários e dificultar o “fechamento branco” de capital.

Embora as recompras de ações criem valor para a empresa da mesma forma que os dividendos, no Brasil, ao contrário do que ocorre nos EUA, a sua utilização como forma de distribuição de excesso de caixa aos acionistas parece ser menos vantajosa do que a distribuição de dividendos. Gabrielli e Saito (2003) argumentam que o mercado brasileiro é bastante concentrado e tem baixa liquidez, o que dificulta a transferência de caixa via recompra de ações. A baixa liquidez é demonstrada pelo fato de que 77,4% das ações negociadas na Bovespa possuem uma média inferior a 5 negócios diários e 60,2% possuem uma média inferior a 1 negócio diário. Essa baixa liquidez do mercado acionário brasileiro exerce influência no resultado das recompras de ações, pois para que haja uma efetiva transferência de caixa da empresa para os acionistas, as ações recompradas devem ser canceladas, o que

impactaria a liquidez da ação pela redução da quantidade de ações em circulação. Isso poderia ocasionar uma diminuição no preço da ação. Além disso, o Brasil possui vantagens fiscais para o pagamento de dividendos em relação à recompra de ações, conforme se vê na revisão da legislação.

Entretanto, embora haja uma vantagem fiscal para o pagamento de dividendos no Brasil, Brito e Silva (2005), utilizando dados da Económica para a amostra de 111 empresas não financeiras de capital aberto no período de 1995 a 2001, e que pagaram dividendos ao menos uma vez no período, ao regredirem os dividendos sobre ativos pelo lucro líquido sobre ativos encontraram um coeficiente de 11% dos lucros como meta de remuneração, o que é bem inferior à meta de 46% encontrada por Fama e French (2001) para as empresas norte-americanas. A explicação dada para o fato é que no Brasil o custo de oportunidade dos recursos próprios é muito alto devido ao alto custo do capital de terceiros; entretanto, argumenta-se que são necessários estudos futuros a esse respeito. O estudo mostra também que a velocidade de ajustamento dos dividendos no Brasil é maior do que nos EUA. Além disso, os dividendos seriam insensíveis às variações de curto prazo nos investimentos (utilizando-se como *proxy* a variação percentual do ativo total). O fator mais importante para o pagamento de dividendos seria a lucratividade e há uma relação negativa entre alavancagem e dividendos.

Embora tenha ficado evidente que os dividendos são mais vantajosos do que as recompras de ações, a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio não parece tão clara: os juros sobre capital próprio (JSCP) podem ser contabilizados como despesa financeira e, dessa forma, deduzidos da base de cálculo para o Imposto de Renda da empresa; entretanto, sobre eles há a incidência de Imposto de Renda de 15% na distribuição, enquanto sobre os dividendos o imposto é 0%. Nesse sentido, Carvalho (2003) faz uma comparação entre o pagamento líquido de dividendos e JSCP aos acionistas, de forma que um acionista-

pessoa física receberia exatamente o mesmo valor em ambos os casos. A firma que opta por pagar JSCP tem um desembolso de recursos menor e um patrimônio líquido maior ao final do processo. Apesar da vantagem dos JSCP em relação aos dividendos, não são todas as empresas que utilizam esse método. A explicação dada por Carvalho (2003) é de que dividendos e JSCP não são substitutos perfeitos por questões de formação de hábito das firmas e dos investidores: os investidores institucionais são mais atraídos pelo uso de dividendos e os JSCP poderiam ser uma legislação transitória, de forma que o custo de mudança de um sinal bastante disseminado (dividendos) para um sinal que pode não existir mais, devido a mudança de legislação, poderia ser bastante alto.

No Brasil, a razão pela qual a distribuição do excesso de caixa aos acionistas cria valor para a empresa também parece ser a solução de problemas de agência. Entretanto, ao contrário do que ocorre nos EUA, a propriedade no Brasil é bastante concentrada e os problemas de agência passam a ser de natureza diferente daqueles que ocorrem lá: em vez de haver problemas entre os administradores e os acionistas, no Brasil o problema de agência que se observa é o risco de expropriação do acionista minoritário por parte do acionista majoritário.

Nesse sentido, Silva (2004) analisou o impacto da concentração da propriedade das empresas brasileiras em seu valor, alavancagem e política de dividendos. Os dados foram retirados do banco de dados da Infoinvest e a amostra abrange 225 companhias não financeiras listadas na Bovespa no ano 2000. A metodologia utilizada foi a regressão linear múltipla. A variável dependente no caso dos dividendos foi o *payout* (% do lucro líquido distribuído aos acionistas sob a forma de dividendos). Os resultados mostram que 90% das empresas analisadas possuem um único acionista que detém mais de 50% do capital votante, revelando alta concentração do capital votante. Considerando-se toda a amostra, o maior acionista possui em média 72% do capital votante. A maior

concentração do capital votante está associada ao menor valor da empresa (medido pelo Q de Tobin). Empresas com grande concentração dos direitos a voto possuem maior alavancagem, e as que têm grande concentração dos fluxos de caixa possuem menor alavancagem. Isso se deve ao risco da expropriação dos acionistas minoritários, que eleva o custo de capital próprio quando há uma concentração dos direitos a voto. Finalmente, evidencia-se que as empresas maiores, com maior ROA, menor volatilidade do preço da ação, menor concentração do capital votante, maior concentração do capital total (direito de fluxo de caixa) e menor disparidade entre concentração de capital votante e capital total possuem maior *payout*. A explicação para o fato de que as empresas com maior concentração do capital votante distribuem dividendos menores é a expropriação dos minoritários.

Os resultados encontrados por Gabrielli e Saito (2003) a respeito do impacto positivo das recompras de ações no valor das ações após a Instrução CVM nº 299, conforme mostrado acima, corroboram a importância dos problemas de agência em uma política de distribuição. Saito e Leal (2003) concluem que as empresas procuram formas de minimizar os custos de agência entre controladores e minoritários, seja na forma de listagem em outras bolsas, seja na forma de sua política de dividendos ou de recompra de ações. Procianny (1995), com o objetivo de mostrar a ocorrência do conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, realizou uma pesquisa cuja amostra objeto de análise constituiu-se de ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para isso, o instrumento de medida utilizado por esse pesquisador foi a política de dividendos, pois, com a modificação radical na tributação, a maximização da riqueza dos investidores seria viabilizada caso houvesse maior recebimento de dividendos. O resultado da pesquisa revelou um aumento na distribuição de dividendos após as mudanças, indicando, então, que a tributação é um fator relevante na política de dividendos das companhias estudadas, tendo em vista que

elas alteraram suas políticas de distribuição de dividendos em função das novas modalidades tributárias.

3. HIPÓTESES

Esta seção está dividida nas subseções 3.1, que apresenta os problemas de pesquisa, e 3.2, que identifica as hipóteses que serão testadas.

3.1 Problemas de pesquisa

Conforme descrito na revisão da literatura, o mercado brasileiro possui uma série de particularidades em relação aos dividendos, dentre as quais podemos destacar:

- existência de dividendo mínimo obrigatório;
- possibilidade de pagamento de juros sobre capital próprio;
- grande concentração da propriedade;
- dividendos, do ponto de vista fiscal, mais vantajosos do que as recompras de ações.

Internacionalmente foram identificados padrões de comportamento em relação à política de *payout* e a utilização de seus instrumentos, mas essas conclusões não podem ser aplicadas diretamente ao Brasil devido às suas particularidades. Dessa forma, torna-se interessante e necessário identificar como as empresas fazem suas políticas de distribuição no Brasil.

Assim, as hipóteses de trabalho deste estudo, ou seja, os problemas de pesquisa para os quais se pretende encontrar uma resposta, são:

- i. Que motivações levam uma empresa a distribuir dividendos no Brasil.
- ii. Como é feita a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio.

- iii. Que motivações levam uma empresa a realizar um programa de recompra de ações no Brasil.

3.2 Hipóteses

Para conseguirmos encontrar as repostas para os três problemas de pesquisa acima descritos, testaremos as hipóteses de que tratam as subseções 3.2.1 para os dividendos, 3.2.2 para os juros sobre capital próprio e 3.2.3 para as recompras de ações.

3.2.1 Dividendos

As hipóteses utilizadas para encontrar as razões que motivam as empresas a distribuírem dividendos estão resumidas na Tabela 1. Essa tabela também cita os autores que fundamentam teoricamente cada uma das variáveis e o impacto delas nos dividendos, conforme as teorias descritas na revisão bibliográfica.

Tabela 1 – Hipóteses explicativas da distribuição de dividendos

Variáveis	Descrição	Impacto nos dividendos	Fundamento
D1	Dividendos período anterior	+	Lintner (1956)
D2	Fluxo de caixa	+	John e Knyazeva (2006)
D3	Oportunidades de investimento/ crescimento	-	John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)
D4	Tamanho da empresa	+	Fama e French (2001)
D5	Risco/Incerteza dos fluxos de caixa	-	John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)
D6	Alavancagem	-	John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)
D7	Governança corporativa	-	John e Knyazeva (2006)
D8	Concentração da propriedade	-	Silva (2004)

As justificativas teóricas para cada variável são:

D1: Os dividendos do período anterior têm impacto positivo nos dividendos atuais, pois as empresas aumentam/diminuem o volume de dividendos distribuídos menos do que proporcionalmente à variação de seus ganhos por ação, para manterem uma certa estabilidade em relação ao que vem sendo distribuído em períodos anteriores (Lintner, 1956).

D2: Quanto maior o ROA (indicativo de um fluxo de caixa maior), maiores os dividendos (John e Knyazeva, 2006).

D3: Os dividendos são inversamente proporcionais às oportunidades de investimento/crescimento, já que empresas com mais projetos de valor presente positivo possuem menos problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado (John e Knyazeva, 2006 e Jagannathan, 2000).

D4: O tamanho da empresa é positivamente relacionado com os dividendos (Fama e French, 2001).

D5: Empresas de maior risco/incerteza nos fluxos de caixa pagam menos dividendos, pois o custo de sustentá-los é maior, já que, devido à volatilidade dos resultados, eles podem ser piores no futuro e inviabilizarem a manutenção dos patamares de dividendos distribuídos (John e Knyazeva, 2006 e Jagannathan, 2000).

D6: Maior alavancagem ocasiona menor distribuição em termos de dividendos, pois gera um comprometimento com o pagamento de juros,

elevando o custo de se realizar uma distribuição. Além disso, pode haver restrições quanto ao pagamento de dividendos nos contratos para se tomar empréstimos (John e Knyazeva, 2006 e Jagannathan, 2000).

D7: Melhor governança corporativa leva a menor risco de problemas de agências e, dessa forma, reduz a necessidade de distribuição de dividendos (John e Knyazeva, 2006).

D8: Empresas com propriedade mais concentrada pagam menos dividendos do que empresas com propriedade menos concentrada, pois possuem condições mais favoráveis para expropriar os minoritários e o fazem, gerando um problema de agência (Silva, 2004).

3.2.2 Juros sobre capital próprio

Para identificar como é feita a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio foram utilizadas as hipóteses resumidas na Tabela 2.

Tabela 2 – Hipóteses explicativas para a escolha entre dividendos e JSCP

Variáveis	Descrição	Impacto nos JSCP	Fundamento
J1	Abertura de capital após a criação dos juros sobre capital próprio (1995)	+	Carvalho (2003)
J2	Juros sobre capital próprio potencial	+	Carvalho (2003)

As justificativas teóricas para cada variável são:

J1: Carvalho (2003) argumenta que dividendos e JSCP não são substitutos perfeitos por questões de formação de hábito das firmas. Os JSCP poderiam ser uma legislação transitória e o custo de mudança de

um sinal bastante disseminado (dividendos) para um sinal que pode não existir mais, devido à mudança de legislação, poderia ser bastante alto. Assim, as empresas que abriram capital após a criação dos JSCP devem ter uma propensão maior a utilizá-los, já que não teriam nenhum custo de transição associado, e, portanto, as empresas que não pagam JSCP seriam aquelas que abriram capital anteriormente e já tinham o costume de pagar dividendos.

J2: Como os JSCP são mais vantajosos do que os dividendos como forma de distribuição do excesso de caixa aos acionistas (Carvalho, 2003), as empresas devem utilizar grande parcela daquilo que a lei permite para a distribuição de JSCP, dentro dos limites de suas políticas de *payout*.

3.2.3 Recompra de ações

Com o intuito de encontrar as razões que motivam as empresas a realizar um programa de recompra de ações, foram utilizadas as hipóteses resumidas na Tabela 3.

Tabela 3 – Hipóteses explicativas da recompra de ações

Variáveis	Descrição	Impacto nas recompras	Fundamento
R1	Fluxo de caixa	+	John e Knyazeva (2006)
R2	Oportunidades de investimento/crescimento	-	John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)
R3	Tamanho da empresa	+	Fama e French (2001)
R4	Alavancagem	-	John e Knyazeva (2006) e Jagannathan (2000)
R5	Governança corporativa	-	John e Knyazeva (2006)
R6	Dividendos	-	Jagannathan (2000)
R7	Subapreçamento das ações	+	Dittmar (2000)
R8	Liquidez das ações	+	Gabrielli e Saito (2003)
R9	Recompras período anterior	+	John e Knyazeva (2006)

As justificativas teóricas para cada variável são:

R1: Quanto maior o ROA (indicativo de um fluxo de caixa maior), maior a disponibilidade para a realização de uma distribuição e, portanto, maiores são os volumes de recompras de ações (John e Knyazeva, 2006).

R2: As recompras de ações são inversamente proporcionais às oportunidades de investimento/crescimento, já que empresas com mais projetos de valor presente positivo possuem menos problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado (John e Knyazeva, 2006 e Jagannathan, 2000).

R3: O tamanho da empresa é positivamente relacionado com o volume de recompras de ações (Fama e French, 2001).

R4: Maior alavancagem ocasiona menor distribuição em termos de recompras, pois gera um comprometimento com o pagamento de juros, elevando o custo de se realizar uma distribuição (John e Knyazeva, 2006 e Jagannathan, 2000).

R5: Melhor governança corporativa leva a menor risco de problemas de agências e, dessa forma, reduz a necessidade de distribuição por meio de recompras de ações (John e Knyazeva, 2006).

R6: As recompras de ações são utilizadas por empresas que possuem uma menor distribuição em termos de dividendos (Jagannathan, 2000).

R7: As recompras de ações são utilizadas quando as ações estão subapreçadas, como uma forma de a empresa investir em suas próprias ações (Dittmar, 2000).

R8: As recompras de ações são utilizadas quando as ações possuem liquidez, pois, do contrário, a redução da liquidez devida à recompra pode contribuir para uma redução do valor da ação (Gabrielli e Saito, 2003).

R9: As recompras de ações são efetuadas de maneira estável ao longo do tempo (John e Knyazeva, 2006).

4 METODOLOGIA

Esta seção está dividida nas subseções 4.1, que mostra como as variáveis explicativas são quantificadas, 4.2, que define os modelos utilizados para os testes, e 4.3, que identifica a amostra.

4.1 Como quantificar as variáveis

As variáveis explicativas precisam ser quantificadas para poderem ser mensuradas, analisadas e incluídas em um modelo. Assim, a quantificação foi feita conforme o descrito na Tabela 4.

Tabela 4 – Quantificação das variáveis

Descrição da variável	Como medir
Dividendos	$\text{Payout dividendos} = (\text{dividendos} + \text{JSCP}) / \text{lucro líquido}$
Juros sobre capital próprio (JSCP)	$\text{Payout JSCP} = \text{JSCP} / \text{lucro líquido}$
Recompra de ações	$\text{Payout recompras} = \text{volume de recompras} / \text{lucro líquido}$
Dividendos período anterior	Payout dividendos período anterior
Fluxo de caixa	$\text{ROA} = \text{Lucro Líquido} / \text{Ativo Total}$, sendo Ativo Total = Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo + Permanente
Oportunidades de investimento/crescimento	Crescimento vendas = crescimento de receitas nos últimos 2 anos
Tamanho da empresa	$\text{Log ativos} = \text{Log neperiano de ativos}$
Risco/incerteza dos fluxos de caixa	Desvio padrão do lucro líquido = desvio padrão do lucro líquido dos últimos 3 anos/média do lucro líquido dos últimos 3 anos
Alavancagem	Dívida Bruta / Ativo Total, sendo Dívida Bruta = Financiamento CP + Financiamento LP + Debêntures CP + Debêntures LP, CP = Curto Prazo, LP = Longo Prazo
Governança corporativa	Dummy = 1 para empresas listadas no novo mercado

Concentração da propriedade	% de ações com voto possuídas pelo maior acionista
Abertura de capital após a criação dos juros sobre capital próprio (1995)	Dummy = 1 para empresas que abriram capital após 1995
Juros sobre capital próprio potencial	Payout JSCP potencial = TJLP média multiplicada pelo patrimônio líquido (limitado a 50% do lucro líquido ou reservas de lucro, o que for maior) dividido pelo lucro líquido
Subapreçamento das ações	Market-to-book ratio (valor de mercado do patrimônio líquido/valor contábil do patrimônio líquido) levando-se em consideração o preço de mercado da última negociação realizada
Liquidez das ações	Volume de negociação anual em bolsa
Recompras período anterior	Payout recompras período anterior
Fechamento de capital	Dummy = 1 se a empresa fechar seu capital até 2006

A variável “fechamento de capital” não estava nas hipóteses e está incluída na Tabela 4, pois foi inserida no modelo como uma forma de controlar/identificar se as empresas estão realizando as recompras de ações para fechamento de capital ou como parte de uma política de distribuição.

4.2 O modelo

O modelo de regressão Tobit é recomendado para amostras censuradas, caso dos dividendos (para as empresas que decidem não pagar dividendos não se tem os volumes gastos, é sempre zero). Esse modelo considera, além dos volumes, a probabilidade de que o pagamento ocorra. O Logit é um modelo em que a variável dependente é binária e mostra a probabilidade de um evento ocorrer em função das variáveis independentes (Gujarati, 2006).

Em três estudos importantes sobre dividendos e que são base para muitas das hipóteses deste trabalho, os modelos Tobit e Logit foram

utilizados. John e Knyazeva (2006) utilizaram o Tobit e o Logit, Dittmar (2000) utilizou o Tobit e Jagannathan (2000) utilizou o Logit.

Assim, o modelo Tobit foi utilizado para identificar as motivações que levam uma empresa a distribuir dividendos e a realizar um programa de recompras no Brasil, e o modelo Logit, para saber como é feita a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio, conforme mostra a Tabela 5.

Tabela 5 – Modelos e variáveis utilizados

Regressões	Dividendos			JSCP			Recompras		
Amostra	Total			Somente Payot > 0			Total		
Modelo	TOBIT			LOGIT			TOBIT		
Variável Dependente	Payout Dividendos + JSCP			Payout JSCP			Payout Recompras		

Descrição	Dividendos			JSCP			Recompras		
	Participa	Variável	Sinal Esperado	Participa	Variável	Sinal Esperado	Participa	Variável	Sinal Esperado
Payout Dividendos Período Anterior	X	D1	+						
ROA	X	D2	+	X	Controle		X	R1	+
Crescimento Vendas	X	D3	-	X	Controle		X	R2	-
Log Ativos	X	D4	+	X	Controle		X	R3	+
Desvio padrão do lucro líquido	X	D5	-	X	Controle		X	Controle	
Alavancagem	X	D6	-	X	Controle		X	R4	-
Dummy Novo Mercado	X	D7	-	X	Controle		X	R5	-
Concentração Propriedade	X	D8	-	X	Controle		X	Controle	
Dummy abertura de capital após 1995				X	J1	+			
Payout JSCP Potencial				X	J2	+			
Dummy Fechamento de Capital até 2006							X	Controle	
Payout Dividendos + JSCP				X	Controle		X	R6	-
Market-to-book ratio							X	R7	-
Liquidez							X	R8	+
Payout Recompra Período Anterior							X	R9	+

A amostra da regressão dos juros sobre capital próprio é composta somente das empresas com *payout* maior do que zero pelo seguinte fato: para que uma empresa escolha entre fazer uma política de distribuição com dividendos ou juros sobre capital próprio, ela tem que possuir uma política de distribuição, e, portanto, *payout* maior do que zero.

A variável de controle “dummy fechamento de capital” foi incluída no modelo como uma forma de controlar/identificar se as empresas estão realizando as recompras de ações para fechamento de capital ou como parte de uma política de distribuição. As demais variáveis de controle foram utilizadas pelo fato de terem uma influência esperada na política de distribuição e, dessa forma, possuem potencial para explicação de questões relacionadas a essa política. Por exemplo, não há argumentos teóricos para incluir a variável “concentração da propriedade” como explicativa para o “*payout* JSCP”. Entretanto, como ela possivelmente impacta o “*payout* dividendos + JSCP”, pode ser que influencie a escolha entre os dividendos e juros sobre capital próprio, e, portanto, deve ser utilizada como variável de controle na regressão dos JSCP.

Em todas as regressões foi feito um controle pelo setor de atuação da empresa.

4.3 Amostra

A amostra é composta das empresas com ações listadas na Bovespa que possuem informações disponíveis a respeito dos valores distribuídos na forma de dividendos e juros sobre capital próprio e utilizados para a aquisição de ações próprias.

O período utilizado para a análise foi de janeiro de 2002 a dezembro de 2005, posterior às mais recentes e importantes modificações na legislação: isenção de IR para dividendos, criação dos

JSCP, Instrução CVM nº 299, que passa a dificultar o “fechamento branco de capital”. Inicialmente optou-se pelo período de cinco anos, a partir de 2001; entretanto, ao analisar os resultados descobrimos, conforme será demonstrado a seguir, que há uma quebra estrutural na série histórica: o comportamento das empresas é diferente a partir de 2002, comparativamente ao que ocorria até 2001. Assim, o período a partir de 2002 foi escolhido por refletir melhor a realidade atual.

A base de dados utilizada foi o banco de dados da Economática.

A amostra foi composta de 715 observações para a regressão dos dividendos, 497 para a regressão dos JSCP e 625 para a regressão das recompras de ações. A Tabela 6 mostra como se chegou à amostra de cada uma das regressões.

Tabela 6 – Amostra

Quantidade de observações	1254
Quantidade de observações com lucro ≥ 0	813
(-) Sem dados de crescimento de vendas	63
(-) Sem dados de % maior acionista	9
(-) Payout > 200%	24
(-) Crescimento de vendas > 1100%	1
(-) ROA > 1100%	1
Amostra Regressão dividendos	715
(-) Payout = 0	124
(-) Sem dados do ano de Abertura de Capital	94
Amostra Regressão JSCP	497
(-) Sem Market-to-book ratio	90
Amostra Regressão recompras	625

As 24 observações com *payout* maior do que 200%, 1 observação com crescimento de vendas maior do que 1.100% e 1 observação com ROA maior do que 1.100% foram excluídas da amostra por serem consideradas *outliers*. Crescimento de vendas ou ROA maiores do que 1.100% significam que a observação está a mais de 5 desvios padrão distante da média.

A Tabela 7 mostra o *boxplot* dos dados, que ajuda a justificar o corte das observações com *payout* maior do que 200%.

Tabela 7 – Boxplot Payout Dividendos + JSCP

Boxplot Payout Dividendos + JSCP

Limite Externo	Limite Interno	1º Quartil	Mediana	3º Quartil	Limite Interno	Limite Externo
-86.475	-31.3875	23.7	33.3	60.425	115.5125	170.6

Limite Interno: 1,5 intervalo interquartil

Limite Externo: 3 intervalos interquartis

Pode-se observar que o limite externo do *boxplot* é 170,6%, e observações acima desse limite podem ser consideradas *outliers*.

Na Tabela 8 vemos que há apenas 5 observações entre 170% e 200%, e que apenas 3% das 813 observações, descontadas as 72 sem dados de crescimento de vendas e maior acionista, estão acima de 200%.

Tabela 8 – Frequência das observações por faixa de *payout*

<i>Payout</i>	Frequência	%	% Acumulado	<i>Payout</i>	Frequência	%	% Acumulado
0	125	17%	17%	310	1	0%	98%
10	14	2%	19%	320	0	0%	98%
20	24	3%	22%	330	0	0%	98%
30	158	21%	43%	340	1	0%	98%
40	124	17%	60%	350	0	0%	98%
50	62	8%	68%	360	0	0%	98%
60	39	5%	74%	370	0	0%	98%
70	22	3%	77%	380	2	0%	98%
80	27	4%	80%	390	2	0%	98%
90	25	3%	84%	400	0	0%	98%
100	39	5%	89%	410	0	0%	98%
110	14	2%	91%	420	0	0%	98%
120	12	2%	92%	430	0	0%	98%
130	7	1%	93%	440	0	0%	98%
140	9	1%	95%	450	0	0%	98%
150	6	1%	95%	460	0	0%	98%
160	1	0%	96%	470	0	0%	98%
170	4	1%	96%	480	1	0%	98%
180	3	0%	96%	490	1	0%	99%
190	1	0%	97%	500	0	0%	99%
200	1	0%	97%	510	0	0%	99%
210	0	0%	97%	520	0	0%	99%
220	2	0%	97%	530	0	0%	99%
230	0	0%	97%	540	0	0%	99%
240	1	0%	97%	550	0	0%	99%
250	0	0%	97%	560	1	0%	99%
260	0	0%	97%	Mais	10	1%	100%
270	0	0%	97%				
280	1	0%	97%				
290	1	0%	97%				
300	0	0%	97%				

Analisando-se alguns casos individuais na Tabela 9, notamos que os *payouts* maiores do que 200% ocorreram porque as empresas tiveram uma redução muito grande de seus lucros, mas mantiveram os dividendos nos patamares de anos anteriores, provavelmente por acreditarem que os baixos lucros foram um episódio pontual e nos anos subseqüentes os dividendos atuais são sustentáveis. O fato de ser uma particularidade devida ao desempenho da empresa em um dado ano contribui para caracterizar esses altos *payouts* como *outliers*.

Tabela 9 – Lucros e dividendos de alguns outliers

Ano	Empresa	Payout	Lucro	Dividendo	Lucro Ano Anterior	Dividendo Ano Anterior
2005	Iguacu Cafe	477	2,047	9,762	22,892	11,621
2005	Wlm Ind Com	747	5,226	39,013	166,592	41,471
2003	Bardella	484	1,929	9,344	14,039	11,200
2003	Brasil T Par	212	145,139	307,982	442,981	328,910
2003	Confab	290	20,507	59,447	170,738	40,551
2003	Lix da Cunha	871	58	505	11,246	2,811
2003	Suzano Petroquim	332	2,122	7,054	119,999	12,892
2002	Aracruz	2,042	12,110	247,322	210,574	180,009
2002	Petroquimica Uniao	1,826	4,904	89,533	80,020	84,754

A Tabela 10 mostra a estatística descritiva da amostra. A média (mediana) do *payout* dividendos + JSCP é 43% (33%), do *payout* JSCP é 12% (0%) e do *payout* recompras é 2% (0%). Isso mostra que as empresas utilizam majoritariamente os dividendos em suas políticas de distribuição. Além disso, o *payout* JSCP potencial é 88% (50%), o que indica que muitas empresas, dentre as que possuem uma política de distribuição, poderiam distribuir dividendos aos acionistas na forma de JSCP, mas não o fazem, ou fazem menos do que o potencial que possuem. A propriedade se mostra bastante concentrada, estando a proporção média, possuída pelo maior acionista, em torno de 60% (60%).

Tabela 10 – Estatística descritiva da amostra

Regressão	Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão	Qtde. Observações
Dividendos	Payout Dividendos + JSCP	0.43	0.33	1.97	0.00	0.37	715
	ROA	0.07	0.06	0.81	0.00	0.07	715
	Crescimento Vendas	0.20	0.17	2.33	-2.86	0.27	715
	Log Ativos	13.86	13.97	19.03	6.25	1.83	715
	Desvio padrão do lucro líquido	2.02	0.55	176.27	0.00	8.33	715
	Alavancagem	0.23	0.23	0.94	0.00	0.17	715
	Dummy Novo Mercado	0.07	0.00	1.00	0.00	0.26	715
Concentração Propriedade	0.62	0.61	1.00	0.06	0.26	715	
JSCP	Payout JSCP	0.12	0.00	1.60	0.00	0.22	497
	ROA	0.08	0.07	0.81	0.00	0.07	497
	Crescimento Vendas	0.21	0.17	2.33	-0.53	0.24	497
	Log Ativos	14.17	14.33	19.03	9.49	1.79	497
	Desvio padrão do lucro líquido	1.39	0.48	77.60	0.00	5.39	497
	Alavancagem	0.22	0.22	0.68	0.00	0.16	497
	Dummy Novo Mercado	0.09	0.00	1.00	0.00	0.29	497
	Concentração Propriedade	0.60	0.59	1.00	0.06	0.26	497
	Dummy abertura de capital após 1995	0.33	0.00	1.00	0.00	0.47	497
	Payout JSCP Potencial	0.88	0.50	24.14	0.04	1.67	497
	Payout Dividendos + JSCP	0.53	0.39	1.97	0.02	0.35	497
Recompras	Payout Recompras	0.02	0.00	1.39	0.00	0.09	625
	ROA	0.07	0.06	0.46	0.00	0.06	625
	Crescimento Vendas	0.20	0.17	2.33	-2.86	0.28	625
	Log Ativos	14.00	14.15	19.03	9.87	1.77	625
	Desvio padrão do lucro líquido	1.63	0.55	77.60	0.02	4.66	625
	Alavancagem	0.24	0.23	0.94	0.00	0.17	625
	Dummy Novo Mercado	0.07	0.00	1.00	0.00	0.26	625
	Concentração Propriedade	0.61	0.60	1.00	0.06	0.26	625
	Dummy Fechamento de Capital até 2006	0.07	0.00	1.00	0.00	0.25	625
	Payout Dividendos + JSCP	0.43	0.33	1.97	0.00	0.37	625
	Market-to-book ratio	125.52	2.10	23,057.08	-5.64	1,249.09	625
	Liquidez	1,021,923.00	18,540.00	40,428,158.00	0.00	3,721,433.00	625

5 RESULTADOS

Esta seção está dividida nas subseções 5.1, que avalia a evolução anual da política de distribuição brasileira, e 5.2, que mostra as análises multivariadas realizadas para testar as hipóteses deste trabalho.

5.1 Evolução anual da política de distribuição

A Tabela 11 mostra a evolução, de 1999 a 2005, da quantidade de empresas que distribuem dividendos, juros sobre capital próprio e realizam recompras de ações, e os volumes gastos, respectivamente. Esse levantamento foi feito levando-se em consideração todas as empresas que possuem informações disponíveis a respeito dos valores distribuídos na forma de dividendos e juros sobre capital próprio, utilizados para a aquisição de ações próprias, sem considerar os demais critérios utilizados na definição da amostra de cada uma das regressões, pretendendo-se, com isso, ter apenas uma visão agregada da evolução anual da política de distribuição.

Tabela 11 – Evolução anual da política de distribuição

	Dividendos + JSCP		JSCP		Recompra de ações		Lucros		Payout Médio (Dividendos +JSCP)	Payout Médio (Dividendos +JSCP)
	Qtde. Empresas	Volume (R\$)	Qtde. Empresas	Volume (R\$)	Qtde. Empresas	Volume (R\$)	Qtde. Empresas	Volume (R\$)		
2005	190	48,325,923	61	6,165,251	30	2,468,758	218	90,092,325	35%	68%
2004	198	38,853,587	61	5,066,179	29	2,965,575	236	73,910,055	33%	58%
2003	184	28,622,342	59	3,911,442	28	1,530,256	210	57,459,343	31%	52%
2002	153	15,684,679	43	2,405,702	26	866,650	149	28,753,648	33%	66%
2001	186	23,738,204	56	4,332,584	35	995,104	191	35,996,130	35%	68%
2000	177	15,726,717	57	4,179,402	29	447,997	190	34,392,575	33%	79%
1999	170	10,770,562	53	6,135,148	38	545,656	166	15,560,593	37%	55%
Crescimento no Período	12%	349%	15%	0%	-21%	352%	31%	479%	-5%	24%

Em 1999 os dividendos + JSCP eram R\$ 10,77 bilhões, e evoluem gradualmente para R\$ 48,32 bilhões em 2005. Como o *payout* se mantém razoavelmente estável, esse crescimento de 349% se deve ao grande crescimento dos lucros, 479%, de R\$ 15,56 bilhões em 1999 para R\$ 90,09 bilhões em 2005. As recompras, que eram de apenas R\$ 540 milhões em 1999, crescem tanto quanto os dividendos + JSCP (352%) e chegam a R\$ 2,46 bilhões em 2005. Isso pode ter ocorrido devido a um maior volume empreendido em fechamentos de capital e/ou ao crescimento dos lucros associado a regulamentações que viabilizaram o uso das recompras como parte de uma política de distribuição. Por exemplo, a Instrução CVM 299 passou a dificultar o fechamento branco de capital e fez com que as ações das empresas deixassem de ter retornos negativos após um programa de recompra, passando a ter retornos positivos (Gabrielli e Saito, 2003). Mesmo com o grande crescimento, as recompras de ações ainda são pouco representativas se comparadas com os dividendos.

Embora os dividendos + JSCP tenham crescido no período de 1999 a 2005, esse crescimento se deve exclusivamente aos dividendos, já que os JSCP estiveram em torno de R\$ 6 bilhões em 1999 e 2005. Assim, a contribuição dos JSCP para a política de distribuição se reduz bastante ao longo do período. Além disso, há muitas empresas que distribuem dividendos e não utilizam os JSCP. Por exemplo, em 2005 190 empresas distribuíram dividendos + JSCP, mas somente 61 utilizaram os JSCP.

5.2 Análises multivariadas

Esta seção está dividida nas subseções 5.2.1, 5.2.2 e 5.2.3, que apresentam os resultados das regressões para avaliar os dividendos, os juros sobre capital próprio e as recompras de ações, respectivamente. A subseção 5.2.4 faz uma análise de robustez dos resultados.

5.2.1 Regressão dividendos

A Tabela 12 mostra o resultado da regressão Tobit com a variável dependente “*payout* dividendos + JSCP”, utilizando-se como amostra o período de 2001 a 2005.

Tabela 12 – Regressão dividendos (2001-2005)

Regressão Dividendos

Amostra: 2001 a 2005

Variável Dependente: Payout Dividendos + JSCP

■ Estatisticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)
— Confirma a hipótese
— Contraria a hipótese

Variáveis	Hipótese	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística Z	P valor
Constante			-0.4334	0.15	-2.95	0.0032
Payout Dividendos Período Anterior	D1	+	0.00004	0.00	0.58	0.5609
ROA	D2	+	0.6406	0.24	2.69	0.0072*
Crescimento Vendas	D3	-	-0.0971	0.05	-1.78	0.0746***
Log Ativos	D4	+	0.0679	0.01	6.74	0.0000*
Desvio padrão do lucro líquido	D5	-	-0.0000001	0.00	-3.36	0.0008*
Alavancagem	D6	-	-0.1321	0.10	-1.39	0.1658****
Dummy Novo Mercado	D7	-	0.1118	0.06	1.84	0.0653***
Concentração Propriedade	D8	-	-0.0839	0.06	-1.45	0.1469****

N = 856

Log Likelihood: -486,71

Obs: Foi feito controle Setorial

Todas as variáveis, com exceção da “dummy novo mercado”, tiveram o sinal de seus coeficientes conforme esperado. A única variável não significativa, utilizando-se como nível máximo de significância 20%, foi a “payout dividendos período anterior”. Assim, conforme esperado, empresas com maior fluxo de caixa (representado pelo ROA), menores oportunidades de crescimento/investimento, maiores, com menor risco/incerteza dos fluxos de caixa, menor alavancagem e menor concentração da propriedade distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas na forma de dividendos / JSCP.

Empresas de maior risco e alavancagem possuem um custo mais elevado de distribuição de dividendos: há a possibilidade de que não se consigam sustentar os dividendos ao longo do tempo pela ocorrência de resultados piores no futuro ou pelo comprometimento dos resultados com o pagamento de juros. Em ambos os casos, haveria uma perda de valor

para a empresa, pois, conforme descrito na revisão da literatura, diminuições nos patamares de dividendos geram desvalorização da ação. Além disso, há restrições quanto ao pagamento de dividendos nos contratos para se tomar empréstimos.

Os dividendos são inversamente proporcionais às oportunidades de investimento/crescimento, pois as empresas com mais projetos de valor presente positivo possuem menos problemas de agência e um custo de oportunidade de distribuição mais elevado, já que poderiam aplicar o capital distribuído como dividendos nos projetos.

O fato de as empresas com maior concentração da propriedade distribuírem dividendos menores é uma evidência a favor da hipótese de que há a expropriação dos acionistas minoritários por parte dos majoritários quando há condições favoráveis, e demonstra a existência de problemas de agência ligados às políticas de distribuição dos dividendos.

Ao contrário do que foi constatado por John e Knyazeva (2006) para o mercado americano, no Brasil, empresas que fazem parte do novo mercado e, portanto, possuem melhores governanças corporativas, distribuem uma parcela maior de seus lucros na forma de dividendos/JSCP. Isso pode ser explicado da seguinte forma:

- nos EUA, os dividendos são substitutos a governanças corporativas fracas, pois são mais eficientes na solução de problemas de agência por gerarem um comprometimento de longo prazo. Assim, uma empresa incorreria nos custos de se pagar dividendos em termos da desvantagem fiscal e da menor flexibilidade comparativamente às recompras somente se possuísse uma governança corporativa fraca e precisasse, portanto, mostrar de alguma outra forma ao mercado que não expropria seus acionistas minoritários (John e Knyazeva, 2006);
- no Brasil, a flexibilidade trazida pelas recompras não é tão benéfica pelo fato de o mercado possuir pouca liquidez e haver

um dividendo mínimo obrigatório definido em estatuto. Além disso, os dividendos são mais vantajosos do que as recompras do ponto de vista fiscal. Assim, não se pode caracterizar os dividendos como mais custosos se comparados às recompras;

- dessa forma, as empresas brasileiras mais preocupadas com a governança corporativa desejarão reforçar ao mercado que não têm problemas de agência, no sentido de expropriação dos minoritários, por meio da distribuição de dividendos.

Pelos resultados da regressão, os dividendos do período anterior não teriam impacto positivo nos dividendos atuais, ou seja, as empresas não aumentariam/diminuiriam o volume de dividendos distribuídos menos do que proporcionalmente à variação de seus ganhos por ação para manterem uma certa estabilidade dos dividendos, conforme proposto por Lintner (1956). Como esse resultado contraria o que se esperaria das empresas, dado que na revisão da literatura foi descrito que elevações/diminuições nos dividendos podem criar/destruir valor, na Tabela 13 foi feita a regressão com o período de 2002 a 2005 para verificar se os resultados se mantêm.

Tabela 13 – Regressão dividendos (2002-2005)

Regressão Dividendos

Amostra: 2002 a 2005

Estaticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)

Confirma a hipótese

Contraria a hipótese

Variável Dependente: Payout Dividendos + JSCP

Variáveis	Hipótese	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística Z	P valor
Constante			-0.2750	0.14	-1.93	0.0531
Payout Dividendos Período Anterior	D1	+	0.4407	0.04	10.86	0.0000*
ROA	D2	+	0.3806	0.23	1.62	0.1053****
Crescimento Vendas	D3	-	-0.0604	0.06	-1.09	0.2772
Log Ativos	D4	+	0.0406	0.01	4.19	0.0000*
Desvio padrão do lucro líquido	D5	-	-0.0045	0.00	-1.90	0.0570***
Alavancagem	D6	-	-0.1381	0.10	-1.42	0.1558****
Dummy Novo Mercado	D7	-	0.1362	0.06	2.27	0.0235**
Concentração Propriedade	D8	-	0.0109	0.06	0.19	0.8521

N = 715

Log Likelihood: -350,47

Obs: Foi feito controle Setorial

Os dividendos do período anterior, utilizando-se a amostra de 2002 a 2005, passaram a ser muito significativos e positivos, confirmando o que foi constatado pelo modelo de Lintner (1956) e contrariando os resultados da regressão anterior, que utiliza os anos de 2001 a 2005 na amostra. Além disso, a concentração da propriedade, que na primeira regressão foi negativa e significativa, nessa regressão se mostrou positiva e não significativa, contrariando as evidências de que há a expropriação dos minoritários por parte dos majoritários quando existem condições favoráveis, ou seja, não haveria esse tipo de problema de agência no Brasil.

Os resultados em relação às demais variáveis se mantiveram idênticos, com exceção do “crescimento de vendas”, que se torna menos significativo, passando de um p-valor de 7% para 27%.

Como os resultados em relação aos dividendos do período anterior e à concentração da propriedade foram contraditórios nas duas regressões, na Tabela 14 fez-se a regressão Tobit para cada ano, de

2000 a 2005, com o intuito de se identificar qual das duas regressões anteriores reflete melhor, atualmente, o comportamento das empresas em relação a essas duas variáveis.

Tabela 14 – Identificação do período que reflete a realidade atual
Qual período reflete a realidade atual

Amostra: 2000 a 2005

Estaticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)

Variável Dependente: Payout Dividendos + JSCP

Confirma a hipótese

Contraria a hipótese

Ano	Constante	Payout Dividendos Período Anterior	ROA	Crescimento Vendas	Log Ativos	Desvio padrão do lucro líquido	Alavancagem	Dummy Novo Mercado	Concentração Propriedade	N	Log Likelihood
Hipótese Sinal Esperado		D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8		
		+	+	-	+	-	-	-	-		
2000	18.1634		-15.6187	4.0844	2.7244	0.5039	-0.1634	40.0215	-0.2977	139	-614.6
p-valor	0.5703		0.3966	0.5804	0.2262	0.2997	0.4726	0.0075*	0.0356**		
2001	-0.0361	0.00002	-0.2549	-0.0120	0.0508	-0.0000001	-0.0266	0.0483	-0.4332	141	-65.44
p-valor	0.9179	0.8197	0.7224	0.9269	0.0378**	0.3154	0.9094	0.7716	0.0018*		
2002	-0.6836	0.0737	0.4721	-0.0252	0.0819	-0.0000004	-0.1270	0.1390	-0.0657	132	-34.79
p-valor	0.0145	0.0006*	0.3539	0.7349	0.0001*	0.0953***	0.4651	0.3414	0.5529		
2003	-0.0938	0.0366	-0.3344	-0.0973	0.0477	-0.0000001	-0.4590	0.1176	-0.0923	180	-99.92
p-valor	0.7740	0.0175**	0.5956	0.4715	0.0378**	0.0951***	0.0203**	0.3876	0.4536		
2004	-1.0001	0.3941	0.9153	-0.1139	0.0866	-0.0000002	-0.1789	0.2177	0.0546	211	-106.82
p-valor	0.0008	0.0000*	0.0654***	0.3404	0.0000*	0.0165**	0.3573	0.0615***	0.6126		
2005	-0.0306	0.5073	0.8031	-0.1545	0.0162	-0.0242	-0.1402	0.0438	-0.0358	192	-65.23
p-valor	0.8981	0.0000*	0.0063*	0.2090	0.3149	0.0828***	0.4352	0.5974	0.7129		

Obs: Foi feito controle Setorial

A concentração da propriedade é negativa e significativa em 2000 e 2001, período a partir do qual passa a ser não significativa. Isso pode ser explicado pelo fato de que há uma preocupação crescente no mundo e no Brasil com a governança corporativa, a transparência das informações e o respeito aos acionistas minoritários, principalmente após as crises nos mercados emergentes no fim da década de 90 (Sudeste Asiático em 1997, Rússia em 1998, Brasil em 1999), e após os escândalos corporativos nos EUA e na Europa no início da década de 2000 (Enron, WorldCom, Tyco, Adelphia, Parmalat, Royal Ahol, etc.). Uma evidência da maior preocupação/valorização da governança corporativa no Brasil é a criação de níveis de governança diferenciados

na Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) em dezembro de 2000. Portanto, dentro desse novo contexto, passa a não haver mais espaço para a expropriação dos acionistas minoritários.

O “*payout* dividendos do período anterior” não pôde ser incluído na regressão do ano 2000 porque inviabilizava que a regressão fosse rodada. Entretanto, pela avaliação dos anos de 2001 a 2005, nota-se que, quando questões relacionadas à concentração da propriedade deixam de ser relevantes, a partir de 2002, a estabilidade dos dividendos passa a ter uma importância preponderante.

As demais variáveis confirmaram os resultados já encontrados nas duas regressões anteriores.

Essa regressão mostra que o modelo que utiliza a amostra de 2002 a 2005 possui o resultado mais alinhado com o comportamento atual das empresas brasileiras.

Portanto, o que motiva as empresas a distribuírem dividendos + JSCP no Brasil é:

- a existência de fluxo de caixa para a distribuição;
- a estabilidade desses fluxos de caixa ao longo tempo, de forma que se possa definir uma política de dividendos sustentável e estável ao longo dos anos, conforme proposto por Lintner (1956);
- o não comprometimento da empresa com um endividamento, que faria com que ela tivesse que destinar seus fluxos de caixa futuros para o pagamento de juros e lhe importaria cláusulas contratuais de não distribuição de dividendos;
- a preocupação da empresa com a governança corporativa, que a levará a querer reforçar ao mercado por meio da distribuição de dividendos, que não tem problemas de agência no sentido de expropriação dos acionistas minoritários;
- de forma mais amena, a não existência de oportunidades de investimento, que eleva o fluxo de caixa livre que pode ser

distribuído como dividendos e aumenta a probabilidade de haver problemas de agência.

Além disso, empresas maiores possuem um *payout* maior, e a concentração da propriedade não é mais relevante, a partir de 2002, para a definição de questões relacionadas à distribuição de dividendos.

5.2.2 Regressão juros sobre capital próprio

Para identificar como é feita a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio foi feita a regressão Logit, com a amostra do período de 2002 a 2005 e a variável dependente “*payout* JSCP”, conforme mostra a Tabela 15.

Tabela 15 – Regressão JSCP

Regressão JSCP

Amostra: 2002 a 2005

Variável Dependente: Payout JSCP

Estatisticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)
— Confirma a hipótese
— Contraria a hipótese

Variáveis	Hipótese	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística Z	P valor
Constante			5.5825	1.33	4.19	0.0000
ROA	Controle		-0.8056	1.81	-0.45	0.6555
Crescimento Vendas	Controle		-1.4781	0.63	-2.33	0.0196**
Log Ativos	Controle		-0.3296	0.09	-3.68	0.0002*
Desvio padrão do lucro líquido	Controle		-0.0091	0.02	-0.38	0.7036
Alavancagem	Controle		-2.4682	0.87	-2.85	0.0043*
Dummy Novo Mercado	Controle		0.2484	0.51	0.49	0.6229
Concentração Propriedade	Controle		-1.1142	0.49	-2.29	0.0223**
Dummy abertura de capital após 1995	J1	+	-0.7834	0.33	-2.41	0.0161**
Payout JSCP Potencial	J2	+	-0.6235	0.23	-2.75	0.0060*
Payout Dividendos + JSCP	Controle		0.6244	0.32	1.92	0.0546***

N = 497

Log Likelihood: -243,21

Obs: Foi feito controle Setorial

As variáveis explicativas J1 e J2 foram significativas, porém com o sinal contrário ao que se esperava com base no que foi proposto por Carvalho (2003). Acreditava-se que os JSCP poderiam ser uma

legislação transitória, e o custo de mudança de um sinal bastante disseminado (dividendos) para um sinal que pode não existir mais, devido à mudança de legislação, poderia ser bastante alto. Assim, as empresas que abriram capital após a criação dos JSCP deveriam ter uma propensão maior a utilizá-los, já que não teriam nenhum custo de transição associado; e, portanto, as empresas que não pagam JSCP seriam aquelas que abriram capital anteriormente e já tinham o costume de pagar dividendos. Entretanto, as evidências empíricas mostram que são as empresas mais antigas no mercado, as quais abriram capital antes de 1995 (ano da criação dos JSCP), que utilizam mais os JSCP. Além disso, o fato de o coeficiente dos JSCP Potencial ser negativo mostra que, embora seja mais vantajoso distribuir dividendos na forma de JSCP, muitas empresas que possuem disponibilidade para distribuir JSCP não os utilizam em suas políticas de distribuição de dividendos. É importante ressaltar que a amostra dessa regressão é composta apenas das empresas que possuem o *payout* maior do que zero, ou seja, as empresas que têm a possibilidade de utilizar os JSCP e não os estão usando, estão distribuindo dividendos. Como o custo da distribuição via JSCP seria menor, muitas empresas estão destruindo valor com as suas políticas de distribuição.

Os resultados mostram que são as empresas mais maduras (com menos oportunidades de investimentos), menores, menos alavancadas, com a propriedade menos concentrada, mais antigas na Bolsa de Valores e com *payout* maior que utilizam mais os JSCP como forma de distribuir seus lucros aos acionistas. Isso indica que são as empresas com uma administração mais profissional de sua política de distribuição que a realizam da forma mais adequada.

Assim, a escolha entre dividendos e juros sobre capital próprio tem sido feita da seguinte forma no Brasil:

- não tem sido levada em consideração, em muitos casos, a disponibilidade para a distribuição de JSCP, ocasionando a

destruição de valor para muitas empresas, que poderiam utilizar os JSCP mas utilizam os dividendos, mesmo sendo estes mais caros;

- as empresas com uma administração mais profissional de sua política de distribuição, ou seja, que são mais maduras, menos endividadas, com propriedade mais dispersa, mais antigas na Bolsa de Valores e, principalmente, com os maiores *payouts*, optam pela utilização dos JSCP quando possuem a disponibilidade de fazê-lo.

5.2.3 Regressão recompras de ações

A Tabela 16 mostra o resultado da regressão Tobit com a variável dependente “*payout* recompras de ações”, utilizando-se como amostra o período de 2002 a 2005.

Tabela 16 – Regressão recompras de ações
Regressão Recompras

Amostra: 2002 a 2005

Variável Dependente: Payout Recompra

Estaticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)

Confirma a hipótese
Contraria a hipótese

Variáveis	Hipótese	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística Z	P valor
C			-0.0837	0.05	-1.57	0.1154
ROA	R1	+	-0.0327	0.09	-0.37	0.7106
Crescimento Vendas	R2	-	-0.0008	0.02	-0.04	0.9641
Log Ativos	R3	+	0.0065	0.00	1.79	0.0736***
Desvio padrão do lucro líquido	Controle		0.0001	0.00	0.11	0.9092
Alavancagem	R4	-	-0.0107	0.03	-0.32	0.7463
Dummy Novo Mercado	R5	-	-0.0333	0.02	-1.56	0.1189****
Concentração Propriedade	Controle		-0.0062	0.02	-0.31	0.7532
Dummy Fechamento de Capital até 2006	Controle		-0.0061	0.02	-0.28	0.7788
Payout Dividendos + JSCP	R6	-	0.0279	0.01	1.96	0.0501**
Market-to-book ratio	R7	-	-0.00000001	0.00	-0.03	0.9723
Liquidez	R8	+	0.000000002	0.00	1.77	0.0767***
Payout Recompra Período Anterior	R9	+	0.0589	0.03	2.35	0.0187**

N = 625

Log Likelihood: -566,53

Obs: Foi feito controle Setorial

Todas as variáveis possuem o coeficiente de acordo com o sinal esperado, com exceção do ROA e *payout* dividendos + JSCP. Entretanto, apenas algumas variáveis são estatisticamente significativas: log ativos, dummy novo mercado, *payout* dividendos + JSCP, liquidez e *payout* recompra período anterior. Isso mostra que são as empresas maiores, menos preocupadas com a governança corporativa, com os maiores dividendos e de maior liquidez que fazem mais programas de recompra. Além disso, as empresas que realizam recompras as realizam com uma certa estabilidade ao longo do tempo. O fato de que a variável “fechamento de capital” foi negativa e não significativa mostra que as empresas têm feito recompras de ações mais para distribuir caixa aos seus acionistas do que para fechar seu capital.

A variável “dummy novo mercado” confirmou o que se esperava e, a princípio, a explicação seria que uma melhor governança corporativa leva a um menor risco de problemas de agências e, dessa forma, reduz a necessidade de distribuição por meio de recompras de ações e dividendos (John e Knyazeva, 2006). Entretanto, conforme encontrado na subseção 5.2.1, no Brasil, empresas com melhores governanças corporativas distribuem maiores dividendos para reforçar ao mercado que não têm problemas de agência no sentido de expropriação dos acionistas minoritários. Como as recompras de ações são menos vantajosas como forma de distribuição aos acionistas no Brasil, pode-se concluir que as empresas com melhores governanças corporativas, as quais estão interessadas em distribuir parte de seus lucros aos acionistas, não fazem essa distribuição mediante as recompras de ações, já que os dividendos/JSCP são menos custosos e criam mais valor para a empresa.

Ao contrário do que foi encontrado por Jagannathan (2000), as empresas que mais realizam recompras de ações são as que possuem maiores *payouts* em termos de dividendos + JSCP. Dessa forma, há

evidências de que as empresas utilizam os programas de recompras de ações como complemento à sua política de dividendos.

A liquidez das ações se confirma como um fator preponderante para a realização de um programa de recompra com o objetivo de distribuição de caixa aos acionistas, já que, caso não houvesse liquidez, um programa de recompra faria com que as ações se desvalorizassem pela redução ainda maior da liquidez, em vez de gerar uma valorização das ações por causa da distribuição aos acionistas.

A variável “*payout* recompras ano anterior” mostra que, assim como no caso dos dividendos, as empresas que realizam recompras as fazem com uma certa estabilidade ao longo do tempo. Entretanto, ao contrário dos dividendos, que precisam ser sustentáveis, as recompras se confirmam como um evento que pode ser feito esporadicamente, ou seja, permitem uma flexibilidade financeira, na medida em que variáveis como “crescimento de vendas”, “desvio padrão do lucro líquido” e “alavancagem” não são significativas. Isso mostra que fatores como a existência de oportunidades de investimento, instabilidade dos fluxos de caixa e endividamento, que geram comprometimento de fluxos de caixa futuro e podem comprometer os níveis de distribuição aos acionistas, não são levados em consideração ao se decidir realizar um programa de recompras de ações. Outro fator que também não é levado em consideração no Brasil é o subapreçamento da ação.

O fato de o ROA possuir um sinal negativo e ser não significativo indica que as empresas que realizam recompras não são as que possuem os maiores fluxos de caixa, talvez porque as recompras não sejam o melhor instrumento para se criar valor para a empresa mediante uma política de distribuição no Brasil.

Assim, as empresas realizam programas de recompras de ações no Brasil para complementar as suas políticas de distribuição em termos de dividendos/JSCP, quando a ação da empresa possui liquidez e não há clareza se a distribuição é sustentável no futuro. Apesar da falta de

clareza em relação aos resultados futuros, as recompras de ações seguem um padrão de distribuição razoavelmente estável ao longo do tempo. Empresas com melhores governanças corporativas preferem utilizar os dividendos/JSCP às recompras de ações.

5.2.4 Análise de robustez

Algumas críticas que podem ser feitas às regressões e as variáveis utilizadas são:

- mesmo que a concentração do maior acionista seja baixa, a propriedade poderia estar concentrada em 2, 3, 5 acionistas, por exemplo, e assim a variável “concentração da propriedade” estaria viesada;
- algumas empresas podem ter todas as condições para estar no novo mercado, mas estão no nível 2 por possuírem ações preferenciais, de forma que a variável “dummy novo mercado” poderia incluir empresas que estão no nível 2 de governança corporativa para ficar mais completa.

Para contornar esses problemas, as regressões foram refeitas com os seguintes ajustes:

- a concentração da propriedade foi substituída pelo *free float*, que é o percentual das ações possuídas pelos acionistas minoritários;
- as empresas Nível 2 foram incluídas na dummy que representa a governança corporativa.

A Tabela 17 mostra a regressão com a variável dependente “*payout* dividendos + JSCP” e a amostra de 2002 a 2005, contemplando os ajustes sugeridos acima.

Tabela 17 – Regressão dividendos

Regressão Dividendos

Amostra: 2002 a 2005

■ Estatisticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)
— Confirma a hipótese
— Contraria a hipótese

Variável Dependente: Payout Dividendos + JSCP

Variáveis	Hipótese	Sinal Esperado	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística Z	P valor
Constante			-0.3151	0.14	-2.32	0.0202
Payout Dividendos Período Anterior	D1	+	0.4423	0.04	10.89	0.0000*
ROA	D2	+	0.4279	0.23	1.83	0.0677***
Crescimento Vendas	D3	-	-0.0580	0.06	-1.04	0.2982
Log Ativos	D4	+	0.0448	0.01	4.56	0.0000*
Desvio padrão do lucro líquido	D5	-	-0.0045	0.00	-1.89	0.0584***
Alavancagem	D6	-	-0.1292	0.10	-1.33	0.1848****
Dummy Novo Mercado + Nível 2	D7	-	0.0425	0.05	0.82	0.4129
Free Float	D8	+	-0.0010	0.00	-1.06	0.2908

N = 715

Log Likelihood: -352,23

Obs: Foi feito controle Setorial

As conclusões dessa regressão se mantiveram exatamente as mesmas, apenas com a diferença de que a variável que representa a governança corporativa deixou de ser significativa pela inclusão das empresas de nível 2. Isso mostra que as empresas do nível 2 não possuem políticas de distribuição tão fortes como as empresas do novo mercado.

O *free float* se comporta da mesma forma que a concentração da propriedade com o maior acionista: contraria o sinal esperado e é não significativo. A Tabela 18 mostra a regressão por ano, de 2000 a 2005, conforme havia sido feito anteriormente, para avaliar se as conclusões são as mesmas utilizando-se a variável *free float* em vez de a concentração da propriedade.

Tabela 18 – Abertura anual

Abertura anual

Amostra: 2000 a 2005

Variável Dependente: Payout Dividendos + JSCP

■ Estatisticamente significativa a 1% (*), 5% (**), 10% (***) e 20% (****)
■ Confirma a hipótese
■ Contraria a hipótese

Ano	Constante	Payout Dividendos Período Anterior	ROA	Crescimento Vendas	Log Ativos	Desvio padrão do lucro líquido	Alavancagem	Dummy Novo Mercado	Free Float	N	Log Likelihood
Hipótese		D1	D2	D3	D4	D5	D6	D7	D8		
Sinal Esperado		+	+	-	+	-	-	-	+		
2000	2.7615		-6.7137	4.1888	2.2069	0.4149	-0.0876	43.4423	0.3984	139	-615.28
p-valor	0.9274		0.7170	0.5723	0.3437	0.4008	0.7050	0.0035*	0.0798***		
2001	-0.3422	0.00003	-0.3009	-0.0364	0.0521	-0.0000001	-0.0078	0.1347	0.0044	141	-68.38
p-valor	0.3126	0.7292	0.6818	0.7863	0.0396**	0.2173	0.9741	0.4214	0.0578***		
2002	-0.7334	0.0726	0.4332	-0.0334	0.0836	-0.0000004	-0.1316	0.1542	-0.0007	132	-34.89
p-valor	0.0062	0.0007*	0.3941	0.6568	0.0001*	0.1096****	0.4512	0.2844	0.6973		
2003	-0.1537	0.0384	-0.3869	-0.0948	0.0482	-0.0000001	-0.4570	0.1263	0.0003	180	-100.19
p-valor	0.6277	0.0117**	0.5376	0.4847	0.0365**	0.0944***	0.0210**	0.3527	0.8942		
2004	-0.9649	0.3967	0.9187	-0.1079	0.0880	-0.0000002	-0.1748	0.2104	-0.0023	211	-106.23
p-valor	0.0008	0.0000*	0.0629***	0.3663	0.0000*	0.0248**	0.3671	0.0678***	0.2294		
2005	-0.0447	0.5094	0.7912	-0.1632	0.0151	-0.0233	-0.1386	0.0361	0.0010	192	-65.11
p-valor	0.8435	0.0000*	0.0070*	0.1803****	0.3526	0.0965***	0.4397	0.6676	0.5425		

Obs: Foi feito controle Setorial

O *free float* é significativo para os dividendos em 2000 e 2001 apenas, ratificando que a preocupação crescente com a governança corporativa faz com que, a partir de 2002, deixe de haver expropriação dos acionistas minoritários quando o *free float* é menor ou a concentração da propriedade é maior.

6 CONCLUSÃO

Objetivando identificar as razões que levam as empresas brasileiras a distribuir dividendos, descobriu-se que são as empresas mais lucrativas, maiores, mais maduras, de menor alavancagem, de resultados mais estáveis e de melhor governança corporativa que distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas na forma de dividendos/JSCP. Além disso, há uma preocupação com a estabilidade dos dividendos, conforme proposto por Lintner (1956). Devido à preocupação crescente das empresas, nos últimos anos, com questões ligadas à governança corporativa e aos direitos dos minoritários, a partir de 2002 as companhias de propriedade mais concentrada não expropriam mais os minoritários por meio da baixa distribuição dos lucros via dividendos.

Assim, conclui-se que as motivações para as empresas distribuírem dividendos + JSCP no Brasil são:

- a existência de fluxo de caixa para a distribuição;
- a estabilidade desses fluxos de caixa ao longo do tempo, de forma que se possa definir uma política de dividendos sustentável e estável ao longo dos anos;
- o não comprometimento com um endividamento, que faria com que a empresa tivesse que destinar seus fluxos de caixa futuros para o pagamento de juros e poderia impor a ela cláusulas contratuais de não distribuição de dividendos;
- a preocupação com a governança corporativa, que a levará a querer reforçar para o mercado, por meio da distribuição de dividendos, que não tem problemas de agência no sentido de expropriação dos minoritários;
- a não existência de oportunidades de investimento, que eleva o fluxo de caixa livre que pode ser distribuído como dividendos e aumenta a probabilidade de haver problemas de agência.

Dentre as empresas que distribuem dividendos + JSCP, os JSCP são utilizados pelas mais maduras, menores, menos alavancadas, com a propriedade menos concentrada, mais antigas na Bolsa de Valores e com *payout* maior. Embora os JSCP sejam uma forma de distribuição aos acionistas que gera menos custos para as empresas, comparativamente aos dividendos, há muitas companhias que possuem grande disponibilidade de JSCP e não os utilizam em suas políticas de distribuição. Isso mostra que, na escolha entre os JSCP e os dividendos, não tem sido levada em consideração, em muitos casos, a disponibilidade para a distribuição de JSCP e o fato de que eles são mais vantajosos do que os dividendos, ocasionando a destruição de valor para muitas empresas que poderiam utilizar os JSCP, mas utilizam os dividendos.

Assim, as empresas com uma administração mais profissional de sua política de distribuição, ou seja, que são mais maduras, menos endividadas, com propriedade mais dispersa, mais antigas na Bolsa de Valores e, principalmente, com os maiores *payouts*, optam pela utilização dos JSCP quando possuem a disponibilidade para fazê-lo.

As recompras de ações são utilizadas como complemento aos dividendos quando há condições propícias, ou seja, quando as ações da empresa possuem liquidez na Bolsa de Valores. Além disso, as recompras são feitas, em sua maior parte, com o intuito de distribuição de caixa aos acionistas e não para posterior fechamento de capital, e as empresas que realizam as recompras mantêm uma política estável ao longo do tempo. A existência de oportunidades de investimento, instabilidade dos fluxos de caixa e endividamento, que geram comprometimento de fluxos de caixa futuro e podem comprometer os níveis de distribuição aos acionistas, não são levados em consideração ao se decidir realizar um programa de recompras de ações. Empresas com melhor governança corporativa possuem uma menor utilização das

recompras de ações, pois preferem os dividendos/JSCP, que são a melhor opção para a empresa e para os acionistas, já que são mais vantajosos do ponto de vista fiscal e ainda levam ao cumprimento do dividendo mínimo obrigatório estabelecido no estatuto.

Portanto, a motivação para as empresas realizarem programas de recompras de ações no Brasil é complementar às suas políticas de distribuição em termos de dividendos/JSCP, quando as suas ações possuem liquidez e não há clareza se a distribuição a ser feita é sustentável no futuro. Apesar dessa falta de clareza em relação aos resultados futuros, as recompras de ações seguem um padrão de distribuição razoavelmente estável ao longo do tempo. Empresas com melhores governanças corporativas preferem utilizar os dividendos/JSCP às recompras de ações.

Neste estudo, algumas práticas que podem ser utilizadas pelos gestores financeiros das empresas instaladas no Brasil foram identificadas, dentre as quais destacamos as seguintes:

- realizar uma política estável de distribuição de dividendos;
- distribuir dividendos quando houver resultados razoavelmente estáveis que os sustentem a médio e longo prazo, quando a empresa não tiver boas oportunidades de investimento e não estiver muito endividada;
- sempre que houver condições propícias, distribuir dividendos, pois isso pode ser uma fonte de criação de valor para a empresa;
- utilizar toda a disponibilidade de JSCP antes de se utilizar os dividendos;
- empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas, para assegurar ao mercado que não expropriam os acionistas minoritários, e preferem os dividendos/JSCP às recompras de ações, pois são mais eficientes;

- as recompras de ações podem ser utilizadas como complemento aos dividendos quando as ações da empresa possuírem liquidez e o resultado a ser distribuído não for sustentável a médio ou longo prazo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AHARONY, Joseph; SWARY, Itzhak. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders. Returns: an empirical analysis. *Journal of Finance*, 35 (1), 1-12, 1980.

ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. Dividend policy. In Jarrow, R. *et al.* (Eds.) *Handbook in OR and MS*, vol. 9, Elsevier Science, 1995.

ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. Payout policy. Working paper, Cornell University, Ithaca (NY), 2002.

BENARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance* 52 (3), 1007-1043, 1997.

BLACK, Fischer; SCHOLES, Myron. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1, 1-22, 1974.

BLUME, Marshal E.; CROCKET, Jean; FRIEND, Irwinx. Stock ownership in the United States: characteristics and trends. *Survey of Current Business*, 16-40, 1974.

BRITO, Ricardo D.; SILVA, Júlio César. Testando as previsões de trade-off e pecking order sobre dividendos e dívida no Brasil. *Estudos Econômicos*, vol. 35, n. 1, 2005.

CARVALHO, Emerson R. A. Política de dividendos e juros sobre capital próprio: um modelo com informações assimétricas. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2003.

CORREIA, Laise F.; AMARAL, Hudson Fernandes. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa no período de 1994 a 2000. In XXVI Enanpad, *Anais*. Salvador, 2002.

COMMENT, Robert; JARREL, Gregg. The relative power of Dutch-action and fixed-priced self-tender offers and open market share repurchases. *Journal of Finance* 46 (4), 1243-1271, 1991.

DE ANGELO, Harry; DE ANGELO, Linda; SKINNER, Douglas. Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics*, 40, 341-371, 1996.

DITTMAR, Amy K. Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*, vol. 73, n. 3, 331-355, 2000.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, vol. 60, 3-43, 2001.

FIRMINO, Adilson L. G.; SANTOS, Alex G. Q.; MATSUMOTO, Alberto S. Dividendos interessam? Uma constatação empírica recente sobre a relevância da política de dividendos na Bolsa de Valores de São Paulo (1996 a 2002). In Enanpad, *Anais*, 2004.

GABRIELLI, Marcio Fernandez. Recompra de ações e retornos anormais: uma análise empírica de 1994 a 2002. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2003.

GABRIELLI, Marcio Fernandez; SAITO, Richard. Recompra de ações: regulamentação e proteção dos minoritários. *RAE*, v. 44, n. 4, p. 54-67, 2004.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni. The information content of share repurchase programs. Working paper, Cornell University, Ithaca (NY), 2000.

GRULLON, Gustavo; MICHAELY, Roni; SWAMINATHAN, Bhaskaran. Are dividend changes a sign of firm maturity? *The Journal of Business*, forthcoming, 2002.

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. Campus / Elsevier, 2006.

IKENBERRY, David; LAKONISHOCK, Josef; VERMAELEN, Theo. Market underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics*, 39, 181-208, 1995.

IKENBERRY, David; LAKONISHOCK, Josef; VERMAELEN, Theo. Share repurchases in Canada: performance and strategic trading. *Journal of Finance*, 55, 2373-2397, 2000.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACK, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384, 2000.

JOHN, Kose and KNYAZEVA, Anzhela. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. Working paper, New York University, 2006.

LA PORTA, Rafael; DE SILANES, Florencio López; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Agency problems and dividend policy around the world. *Journal of Finance*, 55, 1-33, 2000.

LEWELLEN, Wilbur G.; STANLEY, Kenneth L.; LEASE, Ronald C.; SCHLARBAUM, Gary G. Some direct evidence on the dividend clientele phenomenon. *Journal of Finance*, 33 (5), 1385-1399, 1978.

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

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

MILLER, Merton; SCHOLLES, Myron. Dividends and taxes: empirical evidence. *Journal of Political Economy*, 90, 1118-1141, 1982.

MOREIRA, L. F.; PROCIANOY, Jairo L. Recompra de ações na Bovespa. Congresso Abamec, *Anais...*, 2000.

NETO, Jorge Augusto Novis; SAITO, Richard. Pagamento de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 38, n. 2, 135-143, abr./jun. 2003.

NETO, Jorge Augusto Novis; SAITO, Richard. Dividend yield e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. Dissertação (Mestrado, Administração de Empresas) – FGV/Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2002.

PETTIT, R. Richardson. Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *Journal of Finance*, 27 (5), 993-1007, 1972.

PROCIANOY, J. L. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. XIX Enanpad, *Anais...* João Pessoa, 1995.

SAITO, Richard; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Finanças corporativas no Brasil. *RAE Eletrônica*, v. 2, n. 2, 2003.

SILVA, André Luiz Carvalho. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, 2004.

VAN HORNE, James C. *Financial Management and Policy*. Englewood Cliffs (NJ): Prentice-Hall, 2002.