

Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: um *Approach* Inovador

Autoria: Daniel Francisco Vancin, Jairo Laser Procianoy

RESUMO

Este estudo busca identificar os fatores que influenciam companhias listadas na BM&FBovespa a pagar dividendos através de uma nova abordagem, considerando a questão legal do assunto. Para alcançar este objetivo foi utilizado um modelo de regressão múltipla, segregando a amostra entre empresas que pagam dividendos acima do obrigatório daquelas que pagam apenas o obrigatório. No total, foram analisadas 1118 distribuições de dividendos no período de 2007 a 2011. Verificou-se que o modelo de regressão composta por empresas que distribuem proventos acima do obrigatório apresenta maior poder de explicação. Este fato pode ser parcialmente explicado pelo fato de serem estas empresas as reais tomadoras da decisão de pagar dividendos, visto que empresas que pagam apenas o obrigatório simplesmente cumprem a legislação.

Palavras-chave: Dividendos; Estatuto Social; Legislação; Dividendo Mínimo

Área Temática: Mercados Financeiro, de Crédito e de Capitais

1. INTRODUÇÃO

O dividendo é uma parcela do lucro líquido que é distribuída aos investidores, como uma forma de remuneração de seu capital. O montante a ser pago e a forma de distribuição são decisões complexas que geraram inúmeras pesquisas a respeito. Divergências ocorrem desde os primeiros trabalhos sobre o assunto, como a proposta de relevância dos dividendos estudada por Lintner (1962) e Gordon (1963) em oposição a de irrelevância criada por Miller e Modigliani (1961).

Os fatores que influenciam a distribuição de dividendos, tais como legislação e tributação, variam de país para país. Assim, devem ser consideradas as diferentes características das nações ao executar um trabalho sobre o tema. No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA). Esta estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, uma determinada parcela de seus lucros.

Esta imposição legal resulta em proteção aos acionistas minoritários, visto que estabelecem um patamar mínimo de pagamento de dividendos. Procianoy (2006) ressalta a importância desse inciso ao verificar que, no Brasil, há uma tendência das empresas em reter a maior parcela possível dos lucros, como forma de autofinanciamento.

Conforme o exposto, a legislação brasileira impõe às empresas uma quantia mínima de proventos a serem distribuídos aos seus acionistas. As companhias listadas na bolsa brasileira têm a obrigação, e não a opção, de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros. De mesma forma, algumas empresas, como consequência da vontade de seus acionistas, em algum momento ao longo do tempo, decidiram estabelecer um montante a ser pago como dividendos em seus estatutos sociais superior ao estabelecido em lei. Observa-se no mercado de capitais nacional, entretanto, que algumas companhias - através da decisão de seus acionistas - optam por distribuir valores acima do valor mínimo legal e contratual.

Existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o mínimo legal e contratual e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei a fazerem algum pagamento de dividendos. Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. A realidade brasileira no que tange a baixa disponibilidade de recursos de longo prazo para o financiamento das atividades de investimentos das empresas é um grande incentivador

da alta retenção de caixa pelas empresas. As empresas são contingenciadas no valor mínimo, mas não no valor máximo. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.

Sendo assim, procurou-se abordar os fatores que influenciam no pagamento de dividendos sob uma nova perspectiva, levando em consideração a questão legal e a contratual sobre o assunto. Companhias que distribuem apenas o dividendo mínimo obrigatório estão simplesmente cumprindo a legislação e aos seus estatutos sociais. Entretanto, empresas que pagam acima deste montante sinalizam ao mercado que esta decisão foi tomada com base em critérios próprios, sem nenhuma obrigatoriedade. Assim, foi criado um modelo de regressão múltipla para identificar os fatores determinantes de dividendos das companhias brasileiras de capital aberto. Neste modelo segmentou-se a amostra entre as empresas que pagam apenas o montante do dividendo obrigatório daquelas que distribuem valores superiores a este. O objetivo dessa segmentação é caracterizar as empresas constituintes de cada grupo e, principalmente, demonstrar a diferenciação da capacidade preditiva dos modelos, pela diferenciação dos grupos pelo critério legal de dividendos.

Para tal, foram estudados os estatutos sociais de 496 companhias com o intuito de determinar o pagamento mínimo obrigatório de dividendos de cada uma das empresas, legal e contratual. Após, as atas das assembleias gerais ordinárias destas empresas foram analisadas e se determinou quais as que pagaram dividendos acima do valor mínimo obrigatório, e quais as que pagaram apenas este ou menos.

Os resultados obtidos indicam que a regressão múltipla da amostra composta por empresas que pagaram dividendos acima do obrigatório apresentaram maior poder de explicação daquela composta por empresas que pagam apenas o obrigatório.

A próxima seção apresenta um breve referencial teórico sobre diferentes aspectos pertinentes ao estudo sobre dividendos. A seção 3 descreve a coleta de dados e a amostra. A metodologia do estudo é apresentada na seção 4, os resultados da pesquisa na seção 5. A última parte sintetiza as conclusões do estudo.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

A política de dividendos especifica as diretrizes de uma empresa a respeito da distribuição de dinheiro aos acionistas. Segundo Gitman (2001) ela deve ser formulada seguindo dois preceitos básicos: maximizar a riqueza dos proprietários e fornecer o financiamento suficiente para a empresa.

Ross, Westerfield e Jordan (2008) relatam que a decisão mais importante a ser tomada por parte das companhias sobre a política de dividendos é a escolha entre pagar em dinheiro a seus acionistas pela remuneração do seu capital ou então optar por reter esse dinheiro e investi-lo para os mesmos.

Dentre as formas de distribuição de lucro, Procianoy (2006) cita o pagamento de dividendos em dinheiro como a mais comum, porém não a única. Outra forma, também em dinheiro, é conhecida por juros sobre capital próprio – JSCP. Estes foram criados como alternativa de remuneração dos acionistas das empresas (SANTOS; SALLOTTI, 2007).

A Lei nº 9.249, principalmente em seu 9º artigo, fixa os principais critérios legais para a utilização dos JSCP no Brasil:

- permitiu às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o artigo 202 da LSA;
- o pagamento de JSCP está condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros;

- são calculados com base no saldo das contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP);
- concede vantagens fiscais à empresa ao remunerar seu acionista com JSCP, visto que estes são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a compor o lucro real.

A inserção dos JSCP nas demonstrações contábeis tornaria o lucro contábil mais próximo da visão econômica do resultado (SANTOS; SALLOTTI, 2007). Pois dessa forma, os demonstrativos contábeis contemplariam também a remuneração do capital próprio na apuração do lucro.

2.1. Legislação Brasileira

No Brasil, a lei 6.404/1976 (LSA) estabelece em seu artigo 202 que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) Quota destinada à constituição da reserva legal;
- b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;
- c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício.

É importante salientar que a legislação define como lucro líquido do exercício, o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidos (primeiramente) os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda. Sobre este saldo, são deduzidas também as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. O saldo destas deduções será considerado o lucro líquido do exercício, que será utilizado como base de cálculo para a distribuição de dividendos.

No segundo inciso do mesmo artigo, é estabelecido que, em caso do estatuto não ser omissivo em relação à sua distribuição, o dividendo obrigatório mínimo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustadoⁱ. O lucro líquido ajustado é calculado deduzindo-se do lucro líquido contábil o valor para a constituição da reserva legal, a reserva de contingências e a reserva de lucros a realizar.

Conforme o artigo 193 da LSA, 5% do lucro líquido do exercício serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, na constituição da reserva legal, a qual não poderá exceder 20% do capital social. Tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar capital. Já o artigo 194 da mesma lei, determina que a assembléia geral poderá destinar parte do lucro líquido à formação de reservas para contingências, possuindo a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável. A reserva de lucros a realizarⁱⁱ poderá ser constituída no exercício em que o montante do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício.

O objetivo de estabelecer um dividendo mínimo obrigatório seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros (La Porta *et al.*, 2000; Coelho, 2002). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital.

Uma grande preocupação do direito comercial é a proteção da minoria nas sociedades por ações. Por muitas vezes, os acionistas majoritários cortam a distribuição de dividendos com o objetivo de aumentar a parte retida a fim de manter o poder sobre a

maior quantidade de recursos já que estes ficam no caixa da empresa e os dividendos vão para o bolso dos acionistas. Contra essa prática, a lei em seu texto não oferece corretivo (REQUIÃO, 2011). O autor relata ainda que a assembleia geral pode determinar o não pagamento dos lucros verificados no exercício, constituindo fundos de reserva com os mais diversos títulos criados.

A legislação permite que o valor destinado ao pagamento de proventos seja retirado apenas das contas lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucro. Dessa forma, sem existir lucro apurado no exercício encerrado, lucro acumulado de exercícios anteriores ou parcelas de lucros já apropriados como reservas, não é permitida a distribuição de dividendos (MARTINS, 1984). Essa proibição visa proteger a integridade do capital social.

Em contrapartida, o quarto inciso do artigo 202 da LSA estabelece que o dividendo mínimo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da empresa. Esses proventos deverão ser registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios posteriores, deverão ser pagos como dividendo assim que a situação financeira da empresa permita.

Segundo Procianny (2006), no caso de dividendos ou de JSCP, existem quatro momentos que merecem ser observados: a convocação para a decisão, o anúncio da decisão, o primeiro dia após o pagamento e o pagamento efetivo. Conforme a LSA, para a ocorrência de decisão sobre a política de dividendos, deve haver a convocação prévia de uma Assembleia Geral Ordinária (AGO) ou da Assembleia Geral Extraordinária (AGE). Existe também a possibilidade de ocorrer através de uma Reunião do Conselho de Administração (RCA), porém sem a necessidade de uma convocação prévia. É importante ressaltar que a convocação, quando ela existe, é o primeiro sinalizador para o mercado do pagamento de dividendo, visto que na maioria das vezes já é atribuído um valor para aprovação ou ratificação posterior (PROCIANNOY, 2006). O anúncio ao mercado da decisão será realizado logo após a sua ocorrência, geralmente após o término do pregão da bolsa de valores. Será determinada a data ex-dividendo e a lista de acionistas com direito aos dividendos.

A data em que a ação se tornará ex-dividendo será, na maioria das vezes, o dia seguinte a realização da RCA, da AGE ou da AGO. A ação terá o valor dos dividendos descontados da sua cotação já no início do pregão, mesmo sendo pago apenas em data futura.

3. COLETA DE DADOS E AMOSTRA

A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa que pagaram dividendos no período de 2007 a 2011. Os dados referentes às demonstrações contábeis dessas companhias foram extraídos do banco de dados da Economática®.

Uma vez definidas as empresas constituintes da amostra, seguiu-se para a classificação destas entre: empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório ou empresas que pagam apenas este.

Para realizar tal distinção, foi necessário recorrer à legislação vigente no Brasil. O artigo 202 da LSA estabelece que os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no seu estatuto, ou se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos valores destinados à constituição da reserva legal, de contingências e de lucros a realizar.

A legislação determina que o estatuto social das companhias possa determinar a parcela mínima do lucro distribuído via dividendos. Visto essa disposição legal, foi

necessário para o cumprimento dos objetivos deste trabalho, a análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa. No dia 31 de dezembro de 2012, existiam 496 companhias listadas na BM&FBovespa. Os estatutos sociais analisados estão disponíveis no site da bolsa de valores, ou no próprio site oficial das companhiasⁱⁱⁱ.

Ao analisar-se os estatutos sociais das 496 companhias, pôde-se verificar qual a parcela do lucro que deve ser destinado ao pagamento obrigatório de dividendos de cada uma delas^{iv}. Com o intuito de verificar se este estava sendo pago ou não, utilizou-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembléia-geral ordinária (AGO) deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, tornou-se necessária a leitura das atas das AGOs^v que aprovam a destinação dos dividendos, para relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

Após a leitura das atas, foi feita a comparação entre quanto foi aprovado pela AGO e quanto deveria, segundo a legislação e aos estatutos sociais, ser destinado aos acionistas como dividendo obrigatório. Ao realizar tal comparação, pôde-se determinar quais empresas estão pagando igual ou abaixo do obrigatório. Ao todo, foram analisadas 1118 atas de AGOs^{vi} no período selecionado para o estudo.

Ao analisar as atas das AGOs da amostra, percebeu-se que muitas empresas optaram por remunerar seus acionistas via JSCP. Sobre esse assunto, Iudicibus *et al.* (2010) apontam duas questões relevantes: os JSCP podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da LSA (ou seja, ao dividendo mínimo obrigatório), e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). As afirmações feitas por esses autores são corroboradas pela lei 9.249/95 e pela deliberação n° 683 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foi necessário distinguir então, se o montante pago aos acionistas foi feito em forma de dividendos ou JSCP. Se pago via JSCP, se fez necessário o cálculo de seu valor líquido, já deduzidos os impostos. Muitas empresas já disponibilizam o valor líquido em suas atas, mas não a totalidade. No caso de não disponibilização, foi então convencionado a alíquota de 15% - igual a alíquota pessoa física - de IRRF sobre o JSCP. Este cálculo é desnecessário quando o pagamento for realizado via dividendos, visto que seu valor já é livre de impostos.

4. METODOLOGIA

Nesta seção serão abordados os aspectos metodológicos da pesquisa realizada, descrevendo brevemente as técnicas utilizadas para cumprir com os objetivos da pesquisa.

4.1. Variáveis Independentes

As variáveis independentes selecionadas para o estudo foram escolhidas com base nas evidências encontradas nos trabalhos de Lintner (1956), Alli, Khan e Ramírez (1993), Fama e French (2002), Heineberg e Procianny (2003), Denis e Osobov (2008), Brown e Sum (2010).

O cálculo das variáveis independentes deste trabalho foi influenciada diretamente pelo artigo 132 da LSA. Este determina que nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver uma assembléia geral com a finalidade de, entre outros, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Ou seja, a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data t será realizada em $t+1$. Exemplificando, a AGO de uma empresa realizada em 2011 será referente à distribuição de lucros de 2010.^{vii}

Dessa forma, os dados contábeis extraídos serão referentes a data t , ou seja,

referentes ao exercício social que originou a distribuição de proventos e não os da data em que foram deliberados. A seguir são apresentadas as formas de cálculo das variáveis utilizadas no estudo.

- Lucro (L)

Variável que indica a lucratividade das companhias. O índice utilizado será o de retorno sobre o patrimônio líquido, dado pela equação 1. Esse indicador financeiro, denominado ROE (*Return on Equity*), representa quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao capital investido (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

$$L_t = LL_t / PL_t \quad (\text{eq.1})$$

Onde:

LL_t = lucro líquido no período t;

PL_t = patrimônio líquido no período t.

É esperada uma relação positiva entre lucratividade e a quantidade de dividendos distribuídos. Inclusive Heineberg e Procianoy (2003) a consideram como uma das variáveis com maior poder explicativo para o estudo dos determinantes de dividendos no Brasil.

- Endividamento (E)

Empresas com uma estrutura de capital composta por maior nível de alavancagem têm a obrigação de realizar pagamentos sobre as dívidas, reduzindo os recursos para distribuição de proventos. Assim, é esperada uma relação negativa entre essa variável independente com o pagamento de dividendos. O índice utilizado foi o endividamento total, dado pela equação 2.

$$E_t = (PC_t + ELP_t) / AT_t \quad (\text{eq.2})$$

Onde:

PC_t = passivo circulante do período t;

ELP_t = exigível à longo prazo do período t;

AT_t = ativo total do período t.

- Investimento (I)

Denis e Osobov (2008) mensuram as oportunidades de investimento pela razão entre a variação do ativo total (entre t e t-1) e o próprio ativo total no ano anterior (AT_{t-1}), como demonstra a equação 3.

$$I_t = \Delta AT_t / AT_{t-1} = (AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1} \quad (\text{eq.3})$$

Para a realização de novos investimentos, empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos.

- Tamanho da empresa (T)

Dado pelo logaritmo neperiano (ln) do ativo total, conforme equação 4.

$$T_t = \ln(AT_t) \quad (\text{eq.4})$$

É esperado uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o montante distribuído em dividendos. Fama e French (2001) reportam que empresas pagadoras de dividendos têm a tendência de serem maiores do que as empresas não pagadoras. Já a transformação logarítmica da variável é utilizada para corrigir os efeitos de escala, tornando a variável homogênea.

- Liquidez (L_{IQ})

Calculado através do índice de liquidez corrente, é calculado pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, conforme equação 5.

$$Liq_t = AC_t / PC_t \quad (\text{eq.5})$$

Onde:

AC_t = ativo circulante no período t.

Espera-se que esse índice possua relação positiva com a distribuição de dividendos, visto que empresas com maior liquidez possuiriam disponibilidade maior para distribuir dinheiro para acionistas (LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2002).

- Instabilidade das Receitas (INST_REC)

Empresas com alta irregularidade nos ganhos (maior risco) provavelmente terão menos comprometimento com o pagamento de dividendos devido o risco maior das receitas esperadas não venham a ocorrer (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003).

O índice é calculado pelo desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos 4 (quatro) anos de receitas operacionais das empresas da amostra. Uma relação negativa é esperada.

$$INST_REC = \sigma[\ln(\overline{REC})] \quad (\text{eq.6})$$

- Dispersão (DISP)

A variável DISP foi criada com base no trabalho de Alli, Khan e Ramírez (1993), e seu cálculo está relatado na equação 7. Os autores acreditam que maiores níveis da variável DISP faz com que sejam atenuados os problemas de agência nas companhias.

$$DISP = \% \text{ de ações ordinárias do acionista majoritário} \quad (\text{eq.7})$$

Dividendos podem ser usados para reduzir o problema de agência entre a administração e os acionistas (ASSAF NETO, 2010). Assim, tanto os dividendos quanto a variável dispersão seriam úteis para atenuar o problema de agência nas companhias. Conseqüentemente, espera-se uma relação positiva entre pagamento de dividendos e a variável dispersão.

- Estabilidade da política de dividendos (EPD)

Desde o estudo de Lintner (1956) muitos estudos demonstraram a tendência, principalmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. Gestores tendem a manter constantes as taxas de remuneração dos acionistas.

Como proxy indicativa da estabilidade dos dividendos, será utilizado o *payout* de dividendos do ano anterior como valor de referência no pagamento de proventos para o ano corrente. Dessa forma, é esperada uma relação positiva entre esta variável e a variável dependente.

$$EPD_t = div_{t-1} / LLA_{t-1} \quad (\text{eq.8})$$

Onde:

div_{t-1} = dividendo que foi efetivamente distribuído pelas companhias no exercício anterior;

LLA_{t-1} = lucro líquido ajustado do exercício anterior.

- Dummy governança corporativa (GC)

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a governança corporativa tem como propósito auxiliar na resolução do conflito de agência, decorrente da separação entre propriedade e gestão empresarial. Esta procura criar um conjunto de mecanismos, com a finalidade de assegurar que as atitudes dos executivos estejam alinhadas com o interesse dos acionistas.

Os resultados da pesquisa de La Porta *et. al* (2000) indicam que países com melhor proteção ao investidor distribuem também maiores níveis de dividendo. Seus resultados suportam a versão da teoria de agência, onde investidores em países com melhor proteção legal, utilizam-se dos seus poderes legais para extrair dividendos das companhias. Neste sentido, boas práticas de governança corporativa auxiliam a proteger os interesses dos acionistas, oferecendo-lhes maiores direitos e garantias.

A BM&FBovespa criou segmentos especiais de listagem de empresas, com níveis diferenciados de governança corporativa. Dessa forma, foram criadas quatro dummies, uma para cada segmento: novo mercado, nível 2, nível 1 e tradicional.

- Dummy ano (ANO)

Esta variável foi criada com o intuito de controlar os efeitos do tempo sobre a variável explicada. Sendo assim, foi criada uma dummy para cada ano dos dados da amostra.

4.2. Regressão Múltipla

Para verificar quais fatores (características das empresas) influenciam na opção das companhias brasileiras de capital aberto por pagar dividendos, foi utilizada a técnica estatística denominada regressão múltipla. Seu propósito fundamental é prever a variável dependente através de um conjunto de variáveis independentes (HAIR *et al.*, 2005).

Conforme o exposto, a variável dependente será o percentual de dividendos pagos sobre o lucro líquido ajustado das companhias. Seu objetivo é mensurar o quanto algumas companhias estão dispostas a distribuir em proventos a seus acionistas. A variável dependente é calculada conforme equação 9.

$$PayOut = \frac{div}{LLA} \quad (\text{eq.9})$$

Onde:

div = montante total do dividendo pago pela companhia;

LLA = lucro líquido ajustado da companhia.

Após definida a variável dependente da regressão, é necessário apresentar a função matemática da regressão múltipla que buscará descrever o comportamento dessa variável. Cabe ressaltar que as variáveis independentes são as mesmas citadas na seção anterior, conforme demonstra a equação 10.

$$PayOut_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 L_{(i,t)} + \beta_2 E_{(i,t)} + \beta_3 Liq_{(i,t)} + \beta_4 T_{(i,t)} + \beta_5 I_{(i,t)} + \beta_6 DISP_{(i,t)} + \beta_7 Inst_{Rec(i,t)} + \beta_8 EPD_{(i,t)} + \beta_9 GC_{(i,t)} + \beta_{10} ANO + \varepsilon \quad (\text{eq.10})$$

Onde:

β_0 = intercepto do modelo;

β_{1-10} = coeficientes das variáveis independentes;

L = variável lucro;

E = variável endividamento;

Liq = variável liquidez;

T = variável tamanho;

I = variável investimento;

$DISP$ = variável dispersão;

$Inst_Rec$ = variável instabilidade das receitas;

EPD = variável estabilidade da política de dividendos;

GC = dummy governança corporativa;

ANO = dummy ano.

ϵ = termo erro.

Através deste modelo, procura-se identificar quais características e fatores das empresas brasileiras (i) influenciam na escolha pelo pagamento de proventos na data t . Então a amostra será seccionada em três diferentes grupos e, dessa forma, gerará três regressões distintas: uma regressão com a amostra total, uma apenas pelas companhias que pagaram dividendos acima do obrigatório e outra pelas empresas que pagaram apenas o obrigatório. O objetivo dessa segmentação é caracterizar as empresas constituintes de cada grupo e, principalmente, demonstrar a diferenciação da capacidade preditiva dos modelos, pela diferenciação dos grupos pelo critério legal de dividendos.

Para comparar modelos de regressão, Hair *et al.* (2009) indicam o uso do R^2 ajustado. Este mede a proporção da variação da variável dependente sobre sua média que é explicada pelas variáveis independentes. Os autores argumentam que este indicador é apropriado, dentre outros, para comparação entre modelos com diferentes amostras por compensar os diferentes tamanhos amostrais. Outra forma de comparar modelos é fornecida pelo critério de informação Akaike (AIC). Conforme Bozdogan (1997), este indicador é baseado no máximo da função da verossimilhança. Valores próximos a zero do AIC indicam melhor ajuste e maior parcimônia do modelo (HAIR *et al.*, 2009).

5. RESULTADOS

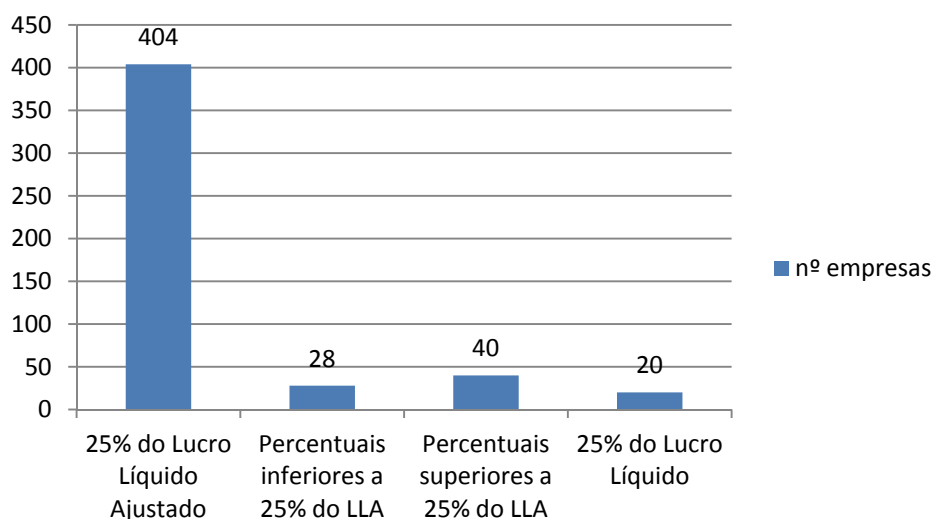
5.1 Estatutos Sociais

Foram analisados 496 estatutos sociais de empresas listadas na BM&FBovespa, o que representa 100% das companhias brasileiras listadas nesta bolsa de valores no dia 31 de dezembro de 2012. Observou-se que 99,2% das empresas (492 companhias) apresentam descrito no seu estatuto a quantidade mínima a ser distribuída via dividendos para seus acionistas, e 0,8% não apresentam. Dentre as 492 empresas com estatutos sociais não omissos, o percentual mínimo do lucro da companhia distribuído via dividendos varia (gráfico 1). Contudo, a grande maioria destas companhias (82,1%) adota como percentual mínimo 25% do lucro líquido ajustado (LLA) na forma de obrigação estatutária, mesmo não havendo imposição legal para esta percentagem.

Muitos integrantes do mercado de capitais acreditam que 25% seja o patamar mínimo de dividendos segundo a legislação, o que é refutado por Rocha (2011). Uma explicação para a existência desta crença está na própria legislação. O segundo inciso do artigo 202 da LSA estabelece que quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Sobre este dispositivo legal, Iudícibus *et al.* (2010) afirmam haver nuances na sua interpretação. Uma parcela da doutrina jurídico-societária compreende que, relativo às companhias constituídas após o dispositivo citado, não há obrigatoriedade de seus estatutos sociais conferirem a título de dividendo obrigatório 25% do lucro líquido ajustado, sendo livre sua fixação por parte das companhias e de seus acionistas.

As empresas brasileiras têm a possibilidade de estabelecer em seus estatutos sociais que o dividendo mínimo que deverá ser pago a seus acionistas, poderá ser menor do que os 25% do LLA. No grupo estudado, 28 companhias (5,69%) exercem esta possibilidade, estabelecendo percentuais de proventos em seus estatutos sociais que vão de 0,0001% até 15% do lucro líquido ajustado.

Gráfico 1 - Percentual mínimo do lucro a ser distribuído como dividendos, na forma de obrigação estatutária, para companhias cujos estatutos sociais não são omissos em dezembro de 2012.



Fonte: elaborado pelos autores.

Outras 40 empresas (8,1%) estabelecem remunerações superiores ao da maioria do mercado. Seus estatutos sociais conferem dividendos mínimos aos seus acionistas de até 50% do lucro líquido ajustado. Por fim, 4,1% das empresas utilizam a razão de 25% do lucro líquido para base de cálculo do seu dividendo mínimo, sem ajustes.

5.2. Atas das Assembléias Gerais Ordinárias

Com a análise dos estatutos sociais das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, pôde-se determinar qual o valor do dividendo mínimo obrigatório que deveria ser pago por essas empresas aos seus acionistas no plano contratual. Com o intuito de verificar se este mínimo estava sendo pago ou não, utilizou-se do artigo 192 da LSA, e realizou-se a leitura das atas das AGOs que aprovam a destinação dos dividendos, com a finalidade de relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

No total foram analisadas 1118 atas de AGOs de empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2007 a 2011. Tomando-se cada ata da amostra foi calculado qual seria o dividendo mínimo obrigatório devido pela empresa naquele ano segundo seu estatuto social e a legislação vigente, e comparado com o dividendo efetivamente deliberado pela assembléia.

Foi verificado que em 400 oportunidades (35,8%) as assembléias gerais ordinárias deliberaram por pagar exatamente o dividendo mínimo estabelecido no estatuto social. Numa análise anual, pôde-se perceber também que essa percentagem não se altera muito, variando entre 32,1% e 40% do total de atas nos respectivos anos.

Na maioria das vezes (64,2%), as companhias optaram por pagar dividendos acima do mínimo obrigatório. Este fato também se mostrou constante ao longo do período estudado. Assim, pode-se dizer que há uma tendência na maioria das empresas

de capital aberto em pagar dividendos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais, mesmo não existindo obrigação legal e estatutária. Para o período estudado, isto contradiz a idéia colocada por PROCIANOY (2006) de que as empresas decidiriam pagar a menor quantia possível de dividendos em função da pouca existência de fundos de longo prazo para o financiamento destas empresas.

Tabela 1 - Classificação do pagamento de dividendos.

A coluna “ANO” representa o período amostral selecionado para o estudo. “PAGAMENTOS DIVIDENDOS” fornece o número de empresas listadas na BMF&Bovespa que pagaram dividendos na amostra. “MÍNIMO” é o número de empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório. “%MÍNIMO” é o cálculo do percentual do grupo mínimo sobre o total de companhias da amostra. “ACIMA” é o número de empresas que pagaram dividendos acima do obrigatório. “%ACIMA” é o cálculo do percentual do grupo acima sobre o total de companhias da amostra.

ANO	PAGAMENTOS DIVIDENDOS	MÍNIMO	% MÍNIMO	ACIMA	% ACIMA
2007	200	80	40,0%	120	60,0%
2008	191	68	35,6%	123	64,4%
2009	234	75	32,1%	159	67,9%
2010	253	92	36,4%	161	63,6%
2011	240	85	35,4%	155	64,6%
TOTAL PERÍODO	1118	400	35,8%	718	64,2%

Fonte: elaborado pelos autores.

5.3 Resultados da Segmentação da Amostra na Regressão múltipla

A equação 10 descreve o modelo proposto para determinação dos fatores influentes no pagamento de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto.

$$PayOut_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 L_{(i,t)} + \beta_2 E_{(i,t)} + \beta_3 Liq_{(i,t)} + \beta_4 T_{(i,t)} + \beta_5 I_{(i,t)} + \beta_6 DISP_{(i,t)} + \beta_7 Inst_{Rec(i,t)} + \beta_8 EPD_{(i,t)} + \beta_9 GC_{(i,t)} + \beta_{10} ANO + \varepsilon \quad (eq.10)$$

A amostra é seccionada em três diferentes grupos e, dessa forma, gera três regressões distintas: uma regressão com a amostra total, uma apenas pelas companhias que pagaram dividendos acima do obrigatório e outra pelas empresas que pagaram apenas o obrigatório. Para este cálculo, a variável dependente foi definida como o *payout* de dividendos das companhias da amostra. Os resultados obtidos estão sumarizados na tabela (tabela 2).

O grupo mínimo apresentou algumas variáveis significantes ao nível de 1%. São elas: dispersão, estabilidade da política de dividendos e governança corporativa. A regressão obteve um R² ajustado de 0,113 e critério de Akaike de -1213,2. Em contrapartida, o grupo acima apresentou algumas variáveis significantes ao nível de 1%. São elas: lucro, endividamento, dispersão, estabilidade de política de dividendos e governança corporativa. A regressão obteve um R² ajustado de 0,3 e critério de Akaike de -68,1.

Através dos aspectos contratuais e da legislação brasileira foi possível segmentar a amostra do estudo em dois grandes grupos: o grupo mínimo, que paga apenas o dividendo obrigatório, e o grupo acima, que paga dividendos acima deste patamar. Ao analisar os valores dos coeficientes das regressões, pode-se perceber que

algumas variáveis independentes significativas são comuns entre os grupos (DISP, EPD e GC). Porém, ao compararmos as regressões em termos de R^2 ajustado e informações de Akaike, o grupo acima obteve resultados significativamente superiores ao grupo mínimo. Os valores destes indicadores apontam a um poder maior de explicação do modelo no grupo acima – composto por empresas que distribuem dividendos acima do obrigatório. Este fato pode ser explicado, parcialmente, pelo fato das empresas do grupo acima serem aquelas que, por critérios próprios, decidem pagar proventos extras, ou seja, acima do obrigatório. São as verdadeiras tomadoras de decisão do pagamento de proventos, visto que as demais (que distribuem apenas o obrigatório) só cumprem o que rege a legislação. Dessa forma, esses critérios e informações podem estar refletidos nos maiores coeficientes de informação de seus modelos, reforçando o conceito desta pesquisa de que a real decisão de pagar dividendos é feita pelas empresas que decidem pagar acima do obrigatório.

Tabela 2 – Resultados das regressões múltiplas com amostra completa e grupos mínimo e acima.

Tabela apresenta os resultados de uma regressão múltipla onde a variável dependente são os *payouts* das empresas selecionadas na amostra. Coluna "Variáveis independentes" apresenta as variáveis incluídas neste modelo de regressão múltipla. A coluna "amostra completa" apresenta os coeficientes das variáveis independentes de todas as empresas da amostra. A coluna "grupo mínimo" representa os coeficientes do sub-grupo de empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório. A coluna "grupo acima" apresenta os coeficientes do sub-grupo de companhias que pagaram dividendos acima do obrigatório. Nota: ***, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.

Variáveis independentes	Amostra Completa	GRUPO MÍNIMO	GRUPO ACIMA
L	0,233809 ***	0,049429 *	0,162005 ***
E	-0,001178 ***	3,63E-05	-0,00167126 ***
Liq	-0,0005942	0,000381952	-0,0140857
T	0,00234389	-0,000318631	-0,0050005
I	-0,0380571 *	-0,00495169	-0,030947
DISP	0,000725 ***	-0,000288 ***	0,00126124 ***
INST_REC	-0,0716749 ***	-0,0142612 *	0,0184053
EPD	0,455607 ***	0,0671392 ***	0,38495 ***
ANO	0,00507263	-5,83E-05	-0,00186245
GC	-0,00454664	0,00942 ***	-0,028139 ***
n (observações)	1114	398	716
R-quadrado	0,375675	0,135403	0,313157
R-quadrado ajustado	0,370014	0,113062	0,303415
Média var. dependente	0,493403	0,263643	0,62112
Desv.Pad. var. dependente	0,280737	0,055203	0,27436
Log da verossimilhança	97,35318	617,6158	45,0367
Critério de Akaike	-172,7064	-1213,232	-68,07341

Fonte: elaborado pelos autores.

Ao examinarmos os coeficientes das três equações, podemos verificar que temos valores com sinais distintos entre os três resultados. As variáveis E, Liq e GC apresentam sinais negativos na amostra completa e positivo no grupo mínimo. As variáveis T e ANO apresentam sinal positivo na amostra completa e negativo nos grupos acima e mínimo. A variável DISP apresenta sinal positivo na amostra completa e

no grupo acima e negativa no grupo mínimo. A variável INST_REC apresenta sinais negativo na amostra completa e no grupo mínimo. As variáveis \bar{L} e EDP apresentam a mesma sinalização positiva e a variável I a negativa.

O importante notar é o sinal distinto nas variáveis. Tomando os casos em que o sinal está trocado na amostra completa e no grupo acima – T, INST_REC e ANO – temos um forte indicativo que quando são tomados os fatores determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras negociadas na BM&FBovespa pela amostra completa incorremos em erros neste dimensionamento. A vontade de pagar dividendos é expressa pela amostra com desejo real de pagamento em valores superiores aos mínimos contratuais e legais e não simplesmente pelo *payout* total das empresas.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por muito tempo, os dividendos não eram relevantes para os investidores no Brasil, em decorrência principalmente das altas taxas de inflação vigentes na economia brasileira e ausência de correção monetária sobre os dividendos (PROCIANOY, 2006). Com a estabilidade dos preços ocorrida na economia após 1996, os dividendos passaram a ser mais valorizados, ganhando destaque nos portfólios das empresas (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007).

Vários estudos (FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006) buscaram identificar os fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. Estas pesquisas avaliaram quais fatores influenciaram a distribuição de proventos das companhias brasileiras de capital aberto. Com uma perspectiva diferente destes, o presente trabalho procurou estudar os fatores determinantes de dividendos sob um novo prisma, conectando ao tema a questão legal (legislação) e contratual (estatuto social das empresas) sobre o assunto.

No Brasil, observa-se no mercado de capitais que muitas companhias optam por distribuir valores acima do valor obrigatório por iniciativa própria, contrariando as expectativas iniciais.

Ao segregarmos a amostra em dois grupos: o grupo mínimo, que paga apenas o dividendo obrigatório, e o grupo acima, que paga dividendos acima deste patamar, percebeu-se que a regressão deste último grupo apresentou resultados superiores. Tanto o teste de Critério de Akaike quanto de R^2 ajustado apontaram para um maior poder de explicação da regressão do grupo de empresas que pagam dividendos acima do obrigatório. Este maior poder informacional pode ser resultado, em partes, do fato destas companhias serem as verdadeiras tomadoras de decisão do pagamento de proventos, visto que as demais (que distribuem apenas o obrigatório) apenas cumprem o que rege a legislação.

REFERÊNCIAS

- AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial Research**, v.26, n.3, p.371-387, 2003.
- ALLI, Kasim L.; KHAN, A. Qayyum; RAMÍREZ, Gabriel G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **The Financial Review**, v.28, n.4, p.523-547, nov. 1993.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G.; AMBROZINI, Marcelo A. **Dividendos: teoria e prática**. Rio Preto: Inside Books, 2007.

BOZDOGAN, Hamparsum. Model selection e Akaike's Information Criterion (AIC): the general theory and it's analytical extensions. **Psychometrika**, vol.52, n.3, p.345-370, 1987.

BRASIL.Congresso Nacional. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

_____. **Lei nº 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

BROWN, Kate; SUM, Vichet. Determinants of dividend payments. **International Journal of Applied Accounting and Finance**, v.1, n.1, p.40-46, aug.2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação nº 683**, de 30 de agosto de 2012. Aprova a interpretação técnica ICPC 08 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos.

DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v.89, n.1, p.62-82, jul.2008.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n.1, p.3-43, 2001.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni, MARTIN, Diógenes Manoel Leiva, NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASTOS, Douglas Dias. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa**, vol.13, n.2, p.190-203, 2010.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de administração financeira: essencial**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v.18, n.2, p.264-272, may 1963.

HAIR, Joseph *et al.* **Análise multivariada de dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: TERCEIRO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. **Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças**, 2003.

IQUIAPAZA, Robert; LAMOUNIER, Wagner; AMARAL, Hudson. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: 30º ENCONTRO DA ANPAD, 2006, Salvador. **Anais do 30º Encontro da ANPAD**, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

LA PORTA, Rafael *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v.55, n.1, p.1-33, 2000.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LEMES JÚNIOR, Antônio B.; CHEROBIM, Ana Paula; RIGO, Claudio M. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. **The Review of Economics and Statistics**, v.44, n.3, p.243-269, aug.1962.

- MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**: lei n 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Rio de Janeiro: Forense, 1984.
- MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.
- PROCIANOY, Jairo L. A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, Gyorgy; LEAL, Ricardo (org.). **Gestão de Investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. p.139-164.
- REQUIÃO, Rubens. A distribuição de lucros nas sociedades anônimas. In: WALD, Arnoldo (org.). **Direito empresarial: sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p.1305-1310.
- ROCHA, André. O dividendo obrigatório representa no mínimo 25% do lucro líquido? **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 28 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/1025264>>. Acesso em: 10 abr. 2012.
- ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.
- SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno M. Juros sobre o capital próprio – pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, v.10, n.2, p. 97-118, 2007.

ⁱ Notar a diferença entre lucro líquido contábil e lucro líquido ajustado.

ⁱⁱ Conforme o artigo 197 da LSA.

ⁱⁱⁱ São considerados como site oficial das companhias aqueles registrados no formulário cadastral da própria BM&FBovespa.

^{iv}Foram verificadas também as alterações feitas, ao longo dos anos selecionados no estudo, nos estatutos sociais das companhias sobre o dividendo obrigatório.

^v Tanto a AGE quanto a RCA também podem deliberar sobre dividendos. Porém, a proposta sobre a destinação do lucro do exercício deve ser aprovada em AGO.

^{vi} Além destas, 115 atas foram excluídas do estudo por falta de dados.

^{vii} Este exemplo é verdadeiro quando o exercício social da empresa coincidir com o ano civil. Ao analisar os estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa, verificou-se que esse fato ocorre em 98,4% das empresas. Nos demais casos, a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data t será realizada também na data t.