



Revista Brasileira de Finanças

ISSN: 1679-0731

rbfin@fgv.br

Sociedade Brasileira de Finanças

Brasil

Frota Decourt, Roberto; Laser Procianoy, Jairo  
O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM & FBOVESPA:  
Survey com CFOs  
Revista Brasileira de Finanças, vol. 10, núm. 4, outubro-diciembre, 2012, pp. 461-498  
Sociedade Brasileira de Finanças  
Rio de Janeiro, Brasil

Disponível em: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305826565002>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais artigos
- Home da revista no Redalyc

redalyc.org

Sistema de Informação Científica  
Rede de Revistas Científicas da América Latina, Caribe, Espanha e Portugal  
Projeto acadêmico sem fins lucrativos desenvolvido no âmbito da iniciativa Acesso Aberto

# O Processo Decisório sobre a Distribuição de Lucros das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs

(The Payout Decision-Making Process of Brazilian Listed Companies: A CFO Survey)

Roberto Frota Decourt\*  
Jairo Laser Procianoy\*\*

## Resumo

Com o objetivo de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa foi enviado ao CFO dessas empresas um questionário, construído de forma adequada as particularidades brasileiras. Foi identificado que a decisão final sobre a política de dividendos é, na maioria das empresas, do conselho de administração que recebe uma proposta preparada pela gestão. Os principais fatores analisados para a definição dos dividendos são o lucro líquido do exercício e a geração de caixa do período. A recompra de ações é considerada benéfica aos acionistas, mas é tratada pela maioria dos respondentes como uma decisão de investimentos e não distribuição de lucros. O JSCP é utilizado pela imensa maioria das empresas devido ao benefício fiscal que proporciona à empresa. Há indícios de que o tipo de incentivo utilizado para remunerar os executivos afeta a política de dividendos da empresa, o que sugere a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas.

**Palavras-chave:** dividendos; política de dividendos; survey.

**JEL code:** G35.

---

Submetido em 6 de junho de 2012. Reformulado em 30 de outubro de 2012. Aceito em 27 de novembro de 2012. Publicado on-line em 30 de janeiro de 2013. O artigo foi avaliado segundo o processo de duplo anonimato além de ser avaliado pelo editor. Editor responsável: Ricardo P. C. Leal. A política da RBFIn é revelar os nomes dos avaliadores quando o artigo é de membro do corpo editorial. Os avaliadores foram André Carvalhal da Silva e Wilson Nakamura. O primeiro autor agradece o suporte financeiro da Capes. O segundo autor agradece o suporte financeiro do CNPq através da bolsa de pesquisador. Os autores agradecem à ApimecSul e ao IBGC pela distribuição dos questionários.

\*Universidade do Vale do Rio dos Sinos/UNISINOS, RS, Brasil. E-mail: Roberto@ipp.com.br

\*\*Universidade Federal do Rio Grande do Sul/UFRGS, RS, Brasil. E-mail: jairo.procianoy@ufrgs.br

## Abstract

The purpose of this paper is to present the results of a survey with Brazilian listed companies CFOs' trying to identify how these companies determine and manage their payout policy. It was identified that the final decision about dividends is taken by the board of directors, taking into consideration a management proposal sent to them before. Main factors analyzed are net profit and cash generation during immediate previous period. The managers mainly consider interest on own capital (JSCP) and dividends as instruments for payout policy. They believe that share repurchase is advantageous to shareholders; however, it is viewed more as an investment decision by the company than a dividend policy. The interest on own capital is broadly used because it provides a fiscal benefit to the company. It seems that management compensation policy affects dividends payout. This suggests an agency conflict between managers and shareholders.

**Keywords:** payout; dividend policy; survey.

## 1. Introdução

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

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

Os números divulgados por Carnier (2005), Gamez (2006) e Camarotto & Torres (2009) podem não representar uma mudança na política de dividendos das mesmas empresas quando comparadas ao período anterior, podendo ser apenas uma consequência da elevação dos lucros ocorrido de um modo geral como bom andamento da economia ou de um grande número de casos de abertura de capital na BM&FBOVESPA, ambas ocorridas nos últimos anos. Ainda assim, essas notícias são um reflexo do maior interesse dos investidores pelos dividendos.

Empresas com *payout* elevados são consideradas como uma proteção contra crises, pois mesmo que o preço da ação caia, o investidor continua a receber bons dividendos, o que mantém o investimento interessante.

Por outro lado, o *payout* elevado pode limitar a capacidade de crescimento da empresa, por reter poucos recursos próprios em função do pagamento dos dividendos resultando menos recursos disponíveis para investimentos. Isto será tanto maior quando houver dificuldades próprias ou de mercado na obtenção de recursos novos via endividamento. Os gestores da empresa ficarão entre estes dois pontos, pagar mais ou menos dividendos, e poderão participar ou influenciar, de alguma forma, na definição de qual o montante é o ideal para ser distribuído aos investidores, objetivando atender a expectativa dos acionistas e não prejudicar a capacidade de investimentos da empresa.

Diversos estudos (Procianoy & Vieira, 2003, Heineberg & Procianoy, 2003, Novis Neto & Saito, 2003, Procianoy & Moreira, 2004) têm testado a reação do mercado à divulgação de pagamento de dividendos, recompra de ações, bonificações e desdobramentos. Esses trabalhos são baseados em dados de mercado, cotações de ações, divulgação de pagamento de dividendos, recompra de ações, relação entre dividendos pagos e lucro líquido, entre outras formas de comparar a prática por parte das empresas e as consequências no valor das suas ações. Esses trabalhos ajudam a compreender vários aspectos da política de dividendos, mas não permitem identificar quais fatores são considerados e analisados no processo de definição da política de dividendos das empresas.

As hipóteses baseadas somente em dados de mercado não foram capazes de explicar totalmente por que as empresas pagam dividendos ou recompram ações. Black (1976), nos EUA, considerou o pagamento de dividendos como um enigma, uma vez que essa forma de distribuição de recursos nos EUA, no momento do estudo, era tributada com alíquota de imposto superior à de outras alternativas para remunerar os acionistas, tal

como a recompra de ações; ou seja, ao pagar dividendos a empresa estará gerando um maior custo fiscal potencial aos seus acionistas, podendo, assim, resultar em menor valor após os impostos.

Ao longo dos anos, diversas teorias tentam explicar os motivos que levam as empresas a pagar dividendos em um ambiente fiscal desfavorável para essa forma de distribuição de lucros, como nos EUA, mas ainda não foi identificada nenhuma explicação conclusiva para essa questão. Foram apontadas possíveis justificativas para o enigma americano, tais como a sinalização para diminuir a assimetria informacional entre gestores e acionistas (Battacharya, 1979) e a redução do caixa disponível para disciplinar os gestores e diminuir o problema de agência (Easterbrook, 1984). Além dessas explicações, Grullon *et al.* (2002) relacionam os dividendos com o estágio de maturidade da empresa.

Para entender o enigma dos dividendos, diversos autores (Baker *et al.*, 1985, Partington, 1985, Baker & Powell, 1999, Frankfurter *et al.*, 2002, Sênèque & Gourlay, 1983, Brav *et al.*, 2004, Chee & Hassan, 2005, Baker *et al.*, 2006) seguiram o caminho de Lintner (1956) e foram perguntar diretamente aos executivos por que as empresas pagam ou deixam de pagar dividendos. Na Tabela 1 é apresentado o resumo dos achados em pesquisas nos EUA e na Tabela 2 é apresentado o resumo dos principais aspectos identificados nos demais países.

Estes estudos mostram que executivos consideram os dividendos relevantes, independente do país ou época em que o estudo foi realizado e evitam mudar, de um período para o seguinte, a política de dividendos de suas empresas. Os executivos acreditam que alterações na política de dividendos podem sinalizar mudanças nos resultados futuros da empresa. A questão fiscal para os detentores das ações, tão importante para a teoria, não o é para os executivos tomarem suas decisões sobre política de dividendos.

**Tabela 1**

Principais achados em levantamentos com executivos nos EUA sobre dividendos

Esta tabela apresenta levantamentos realizados com executivos nos EUA sobre distribuição de lucros. A tabela está dividida por aspectos considerados relevantes pela teoria e se o ponto analisado foi confirmado pelos executivos pesquisados. Na segunda linha é apresentado que todos os trabalhos identificaram que os gestores consideram os dividendos relevantes. Na segunda parte são apresentados aspectos inicialmente identificados por Lintner e que ainda, pelos resultados apresentados são válidos. Depois são apresentados questões referentes à preferência dos investidores, tributação, sinalização e custos de agência

Autores	L56	BFE	PG	BP	BVP	BGHM
País	EUA	EUA	EUA	EUA	EUA	EUA
Relevância dos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Achados de Lintner						
Evitam mudanças nos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Acreditam que investidores preferem uma política de dividendos estáveis	sim			sim		
A empresa deve ter um payout alvo	sim	sim		sim		
Investidores gostam de receber dividendos	sim					
Atual nível de lucratividade é relevante para a determinação dos dividendos	sim		sim		sim	
Dividendos e investimentos são independentes	sim	neutro	sim	não		neutro
Preferências dos investidores						
A empresa de se esforçar para manter uma série ininterrupta de dividendos		sim		sim		
Investidores são indiferentes ao retorno em dividendos e ganho de capital		não		neutro		
A empresa deve atender as preferências dos acionistas		neutro		sim		
Questão fiscal						
Investidor busca empresas que tenham uma política de dividendos apropriada a sua situação fiscal		neutro/sim		neutro		
Legislação fiscal é importante para determinação da política de dividendos						não
Sinalização						
Dividendos sinalizam resultado futuro		neutro/sim		sim		sim
Aumentos de dividendos são ambíguos, pois podem sugerir aumento nos lucros ou falta de investimentos.				sim		
Agência						
Reduzir excesso de liquidez				sim		não
Disciplinar gestores				não		não

Nota: L56 é Lintner (1956); BFE é Baker *et al.* (1985); PG é Pruitt & Gitman (1991); BP é Baker & Powell (1999); BVP é Baker *et al.* (2001); BGHM é Brav *et al.* (2004).

**Tabela 2**

Principais achados em levantamentos com executivos fora dos EUA sobre dividendos

Esta tabela apresenta levantamentos realizados com executivos fora dos EUA sobre distribuição de lucros. A tabela está dividida por aspectos considerados relevantes pela teoria e se o ponto analisado foi confirmado pelos executivos pesquisados. Na segunda linha é apresentado que todos os trabalhos identificaram que os gestores consideram os dividendos relevantes. Na segunda parte são apresentados aspectos inicialmente identificados por Lintner e que são válidos também fora dos EUA. Depois são apresentados questões referentes à preferência dos investidores, tributação, sinalização e custos de agência

Autores	P85	P89	FKST	SG	CH	BMP	BSDG
País	AUS	AUS	ALE	AFS	MAL	NOR	CAN
Relevância dos dividendos	sim	sim	sim	sim	sim	sim	sim
Achados de Lintner							
Evitam mudanças nos dividendos		sim	sim	sim		sim	sim
Acreditam que investidores preferem uma política de dividendos estáveis				sim		sim	sim
A empresa deve ter um payout alvo						neutro	neutro
Investidores gostam de receber dividendos			sim		sim		
Atual nível de lucratividade é relevante para a determinação dos dividendos		sim					sim
Dividendos e investimentos são independentes	sim				não	neutro	não
Preferências dos investidores							
A empresa de se esforçar para manter uma série ininterrupta de dividendos			sim	sim		sim	sim
Investidores são indiferentes ao retorno em dividendos e ganho de capital.			não	não	não		
A empresa deve atender as preferências dos acionistas	sim		sim			sim	neutro
Questão fiscal					sim		
Investidor busca empresas que tenham uma política de dividendos apropriada a sua situação fiscal.					sim	neutro	neutro
Legislação fiscal é importante para determinação da política de dividendos			sim				
Sinalização							
Dividendos sinalizam resultado futuro	sim		sim		sim	sim	sim
Aumentos de dividendos são ambíguos, pois podem sugerir aumento nos lucros ou falta de investimentos.			não		não	sim	neutro
Agência							
Reduzir excesso de liquidez	não				neutro/sim		
Disciplinar gestores					neutro/sim		neutro

Nota: P85 é Partington (1985); P89 é Partington (1989); FKST é Frankfurter *et al.* (2002); SG é Sênèque & Gourlay (1983); CH é Chee & Hassan (2005); BMP é Baker *et al.* (2006) e BSDG é Baker & Mukherjee (2007). AUS é Austrália; ALE é Alemanha; AFS é África do Sul; MAL é Malásia; NOR é Noruega e CAN é Canadá.

No Brasil, o processo decisório de distribuição de lucro é pouco conhecido por investidores e acadêmicos. Apesar de a decisão legal sobre os dividendos ser da Assembléia Geral Ordinária – AGO ou da Assembleia Geral Extraordinária – AGE, essa pode apenas estar aprovando a decisão do conselho de administração ou do conselho executivo. Além disso, não se conhece a opinião sobre a distribuição de lucros daqueles que têm poder de decisão sobre essa questão e quais aspectos são valorizados ou ignorados na definição do montante e da forma de distribuição de lucro aos acionistas. Neste artigo objetivamos conhecer esses elementos que são de extrema valia para o desenvolvimento do tema política de dividendos e dos seus impactos no preço das ações.

Como listado anteriormente, há diversos estudos em outros países investigando a percepção dos executivos em relação aos dividendos, todavia, no Brasil ainda não havia sido realizado uma pesquisa deste tipo. Diferenças culturais podem modificar a percepção do responsável pela decisão e a determinação da política de dividendos. Além das diferenças culturais há características legais e fiscais próprias que podem afetar a política de dividendos.

No Brasil, há duas formas de distribuição de proventos em dinheiro ao acionista. Os dividendos, cuja distribuição não era tributada na época do estudo (2009), e os juros sobre capital próprio (JSCP), que gera tributação ao acionista e benefício fiscal à empresa, pois é contabilizada como uma despesa financeira e reduz a base de cálculo do Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. Além disso, outros aspectos institucionais e culturais são relevantes. Não há uma tradição de dividendos fixos (Heineberg & Procianoy, 2003) e existem ações sem direito a voto (Procianoy, 2006) muito utilizadas nas empresas como forma de manter o controle político por parte do controlador sem um aporte equivalente de recursos no capital social, o que resultaria em uma eventual vantagem a este controlador em pagar poucos dividendos, pois sua receita individual, quando do pagamento, seria desproporcional ao poder sobre a totalidade dos recursos retidos na empresa caso não houvesse o pagamento, gerando um motivo para a maior retenção.

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



ações não maximiza a riqueza dos acionistas, mas os executivos brasileiros fazem recompras e não distribuem a totalidade do lucro através de dividendos (Procianoy & Moreira, 2004). Algumas empresas distribuem o máximo de lucro permitido pela Lei através de JSCP, enquanto outras não utilizam essa forma de remuneração ao acionista. São diversas as políticas de dividendos existentes no Brasil e analisar a distribuição de recursos aos acionistas possibilita identificar a política adotada pela empresa, mas não permite conhecer o processo decisório que formou a política adotada.

O problema de pesquisa que estimulou esse trabalho é o desconhecimento do processo decisório de distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA. Embora, no plano jurídico, a decisão cabe às Assembleias Gerais Ordinárias e/ou Extraordinárias, o que de fato interessa é saber como esta proposta chega até as assembleias e como ele se dá no âmbito da gestão destas empresas. Esse é um processo importante e o interesse pelo seu resultado é cada vez maior por parte de investidores e pesquisadores.

Essa pesquisa inicia-se pela discussão se a política de dividendos de uma empresa pode ou não gerar valor para a empresa. Lintner (1956) identificou que os investidores americanos eram sensíveis aos dividendos e que mudanças em relação ao esperado provocariam reações no valor das ações, sendo esta a explicação apresentada pelo autor para que os executivos de empresas nos EUA evitassem modificar a política de dividendos da empresa.

Nesta mesma época, Gordon (1959) apresentava seu modelo, no qual o valor de uma empresa seria o valor presente de todos os dividendos futuros distribuídos pela empresa, descontados pela taxa de retorno exigida pelo investidor.

Com base nessas visões, a política de dividendos seria extremamente relevante para a definição de valor da empresa, pois a mesma a expectativa de dividendos futuros é a base para a avaliação da empresa e mudanças na política de dividendos provoca reação imediata do mercado.

Miller & Modigliani (1961) desenvolveram um rigoroso modelo de avaliação de empresas e concluíram que a política de dividendos é irrelevante. Para os autores o que realmente importa na determinação do valor de uma empresa é sua política de investimentos, pouco importando a relação entre lucros retidos e dividendos distribuídos. O modelo desenvolvido é válido em mercados perfeitos, onde a política de dividendos seria irrelevante.

A teoria após Miller & Modigliani (1961) analisou imperfeições que poderiam tornar a política de dividendos relevante para o valor da empresa, algumas destas imperfeições são: impostos, conflitos de agência, assimetria informacional e custos de transação.

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

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

Como o cenário descrito por Farrar & Selwyn (1967) era o que ocorria nos EUA no início da década de 1970, Black (1976) considerou o pagamento de dividendos um enigma, pois a empresa poderia distribuir este mesmo lucro através de recompra de ações com uma perda fiscal menor para o investidor. No Brasil, como dividendos distribuídos, atualmente, não geram impostos a pagar, a substituição não é racional.

Jensen & Meckling (1976) considera a relação entre administradores e acionistas repleta de conflitos e a teoria da agência como instrumento para a análise destes conflitos. A distribuição de recursos em caixa aos acionistas segundo o autor é uma grande fonte de divergência entre gestores e proprietários.

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

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

rentabilidade.

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

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

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

Black (1976) acredita que os dividendos têm o papel de sinalizar resultados futuros, pois os gestores das empresas evitam reduzir o pagamento de dividendos, portanto, somente aumentam o pagamento de dividendos quando estão convictos de que podem sustentá-los. Os gestores nos EUA não necessitariam se comprometer com dividendos futuros para sinalizar a expectativa de bons resultados. A recompra de ações poderia produzir o mesmo efeito sinalizador e com menor custo tributário, uma vez que o ganho de capital tem menor tributação que o recebimento de dividendo, se os gestores se comprometessem com uma política de recompra fixa, assim como fazem com os dividendos.

Essa pesquisa contribui para o melhor entendimento de como a distribuição de lucros é tratada nas empresas e quais aspectos são relevantes neste processo. Os resultados confirmaram aspectos já conhecidos, como a enorme influência do lucro líquido e geração de caixa na definição do montante a ser distribuído, na utilização do JSCP com propósitos fiscais e que a política de dividendos é uma ferramenta de criação de valor.

Por outro lado, a pesquisa revelou alguns aspectos não tão claros como a influência da forma de remuneração variável na política de dividendos da empresa, a recompra de ações ser tratada como uma decisão de investimento e não distribuição de lucros e separação entre quem sugere e define a política de dividendos.

O artigo está organizado da seguinte maneira: na segunda parte apresentamos o método utilizado para elaborar o questionário e amostra e como serão tratados os dados. Na terceira parte são analisadas as respostas obtidas e na última etapa são apresentadas nossas considerações finais.

## 2. Método

Para conhecer o processo decisório de distribuição de lucros era necessário verificar como o mesmo acontecia dentro das empresas, desta forma optamos em realizar uma pesquisa perguntando diretamente aos responsáveis por esta decisão e foi elaborado um questionário exclusivamente para este fim, que nos possibilitou acessar a estas informações.

O ambiente legal brasileiro apresenta diversas peculiaridades próprias, tais como: obrigação de pagamento de dividendo mínimo e juros sobre capital próprio; portanto, a tradução de um instrumento de pesquisa utilizado em outro país não atenderia completamente ao objetivo desta pesquisa.

A construção do instrumento de pesquisa foi composta de cinco etapas: elaboração de questionário preliminar, entrevistas semiestruturadas com executivos, observação em profundidade do processo decisório sobre dividendos em uma grande empresa listada com política de dividendos bem definida, elaboração de proposta final do questionário e validação do instrumento de pesquisa.

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

A segunda etapa foi a realização de uma entrevista semiestruturada com diretores financeiros de três empresas listadas na Bovespa, tendo como base o questionário formulado na primeira etapa. O objetivo dessas entrevistas foi buscar questões importantes na determinação da política de dividendos, ainda não conhecidas pela teoria. E identificar qual era o profissional mais indicado a receber o questionário quando este fosse ser enviado a empresa.

Foram escolhidas três empresas com diferentes perfis, a fim de iden-

tificar o maior número de aspectos importantes no processo decisório de distribuição de lucros. Uma das empresas estava listada no Nível 1 de Governança Corporativa, outra no Nível 2 e outra no Novo Mercado. Duas empresas tinham suas ações compondo o Índice Bovespa – IBOVESPA e as três faziam parte do Índice Brasil – IbrX 100 proporcionando também o conhecimento do processo decisório de empresas com pouca negociação na bolsa.

Uma empresa era do setor elétrico, que proporciona um fluxo de recursos estável; outra era do setor petroquímico, que exige um alto grau de investimento; e a terceira era do setor de equipamentos sem grandes necessidades de investimentos, mas com oportunidade de crescimento e com fluxo de caixa mais volátil. Não são apresentados os nomes das empresas em decorrência do acordo de confidencialidade feito com os executivos entrevistados. Para atingir o objetivo, permitiu-se que o executivo relatasse sua experiência com a maior liberdade possível. O entrevistador atuou com o objetivo de estimular e aprofundar o conteúdo da entrevista e identificar os aspectos relevantes no processo de decisão sobre a distribuição de lucros.

As entrevistas permitiram o conhecimento de outros fatores determinantes para a definição da política de dividendos das empresas, os quais não seriam abordados em um levantamento realizado com um instrumento de pesquisa construído apenas com base na teoria. Na terceira etapa, os autores observaram de perto o processo decisório de definição de distribuição de lucros de uma empresa com política de dividendos bem definida e tradição no pagamento de dividendos. Essa é uma grande empresa brasileira que aderiu ao nível 1 de governança corporativa da BM&FBOVESPA, suas ações compõem o IBOVESPA e apresenta uma alta geração de caixa, mas também tem um histórico de realizar elevados investimentos.

Nesta etapa foram envolvidos executivos, conselheiros de administração, conselheiros fiscais, acionistas majoritários e minoritários.

Na quarta etapa foi construída a proposta final de questionário, baseado na versão preliminar criada na primeira etapa na qual foram agregados todos os aspectos relevantes identificados nas etapas dois e três.

A quinta etapa foi validar o instrumento de pesquisa gerado. Balbinotti *et al.* (2007) consideram que a validação do instrumento de pesquisa deve abranger três critérios: clareza de linguagem, relevância prática e dimensão teórica.

Com o objetivo de atender os três critérios propostos, o instrumento de pesquisa foi apresentado a dois doutores com amplo conhecimento teórico

sobre dividendos e grande histórico de pesquisa e publicação no tema, dois doutores da área de sociologia e marketing, com muita experiência em elaboração de questionários, mas pouco conhecimento sobre dividendos, e dois profissionais de mercado acionário, com grande experiência prática sobre dividendos. Foi realizado um pré-teste com 17 alunos de MBA em Finanças Corporativas e foi aplicado pessoalmente pelo autor ao diretor financeiro de uma grande empresa sem perspectiva de crescimento, com grande geração de caixa e, portanto, considerada boa pagadora de dividendos, cujas ações não eram listadas em nenhum nível de governança corporativa da BOVESPA, mas suas ações compõem o IBOVESPA.

Todas as contribuições obtidas nessa quinta etapa foram incorporadas ao questionário, concluindo-se assim o instrumento de pesquisa utilizado neste artigo.<sup>1</sup>

A amostra trabalhada foi obtida por conveniência, o que poderia ocasionar um viés em consequência dos não respondentes. Desta forma, o questionário foi construído de forma que tivesse cinco características que favorecem um maior retorno de boas respostas: disponibilidade, eficiência, identificação e confidencialidade.

- Disponibilidade – o questionário ficou disponível para o respondente em uma página na Internet. Em um levantamento realizado por Benetti *et al.* (2007) com Chief Financial Officer – CFOs brasileiros, o gestor mais graduado na área financeira da empresa, ficou identificada a preferência pelo uso da Internet para responder o questionário, pois 83% de respostas foram enviadas por essa alternativa. No nosso caso, com o intuito de aumentar o número de respostas válidas, também foi possível o envio das respostas por e-mail, fax e correio, pois apesar de pouco utilizadas, há respondentes que poderiam preferir essas outras formas de envio.
- Eficiência – segundo Malhotra (2004), questionários muito grandes têm uma baixa taxa de retorno. Assim, de forma a evitar a ampliação demasiada do questionário, com perguntas relativas a características das empresas, os respondentes foram identificados e dados das empresas foram coletados no banco de dados da Economática. Outra vantagem em identificar o respondente é a possibilidade de reenviar o questionário somente para os executivos que não responderam na primeira oportunidade. O instrumento de pesquisa utilizado teve

---

<sup>1</sup>O questionário está disponível no link [www.ipp.com.br/survey/dividendos.pdf](http://www.ipp.com.br/survey/dividendos.pdf)

o menor tamanho possível, sem prejudicar o objetivo da pesquisa. Todos os aspectos pesquisados foram tratados em pelo menos duas questões para confirmar o fato ou identificar possíveis contradições.

- Identificação – a possibilidade de identificar o respondente pode causar um desconforto ao executivo e reduzir o número de respostas válidas. Para minimizar este eventual problema, em todas as alternativas de instrumento de pesquisa (página WEB, papel, email), estava escrito de forma destacada, antes do início das questões, que nenhuma informação seria disponibilizada de forma individual. Além disso, a identificação da empresa respondente não foi feita de maneira explícita, mas através de um código inserido na programação do questionário para a Internet, ou em código impresso nos questionários enviados por outros meios.
- Confidencialidade – foi dada a garantia de tratamento confidencial dos dados através da carta convite de participação na pesquisa. A garantia de confidencialidade dos dados foi igualmente destacada nas outras modalidades de questionários.
- Incentivo ao respondente – o aumento do nível de respostas deve ser tentado com um incentivo extra aos respondentes. Foi oferecido a estes que seria, caso solicitassem, feita uma devolução dos resultados a fim de que os mesmos pudessem aumentar o seu conhecimento sobre o tema.

Apesar da amostra ser por conveniência, foram realizados dois testes para verificar se a mesma tem propriedade de aleatoriedade: um comparando características dos respondentes com os não respondentes e outro comparando respostas dos executivos que responderam no primeiro convite com as respostas daqueles que responderam após o segundo convite.

Foram comparadas as médias de características (controle, estrutura de capital, tamanho, nível de governança corporativa, setor de atuação, lucratividade, oportunidades de crescimento, principal tipo de investidor, participação dos minoritários no conselho e preocupação com os investidores) do grupo de empresas respondentes com o grupo de empresas não respondente. Para verificar se há diferença significativa na média entre os respondentes e não respondentes e também para comparar as diferenças das médias das respostas fornecidas após o primeiro e após o segundo convite foram aplicados o Teste *t* de Student e o similar não paramétrico Teste de



Mann Whitney. Os resultados encontrados foram pouco divergentes, desta forma, foram apresentadas as comparações através do Teste *t* de Student e quando houve uma diferença significativa detectada apenas pelo Teste de Mann Whitney, está foi apresentada também.

Também foi perguntado aleatoriamente a dez não respondentes as razões para não terem participado da pesquisa. Mukherjee & Hingorani (1999) realizaram este procedimento e identificaram que a principal razão para a não devolução dos questionários é a falta de tempo dos executivos pesquisados, constatação essa, que reduz a possibilidade do viés dos não respondentes.

Na Internet, as questões foram apresentadas de forma aleatória para evitar algum possível viés em consequência da ordem das mesmas. Apenas duas questões a primeira e última questões tiveram posição fixa. A primeira questão foi “na sua opinião, quais alternativas abaixo são formas da empresa remunerar os acionistas?” com objetivo de relembrar o respondente todas as possíveis formas de remunerar os acionistas e permitir que ele respondesse o questionário com todas essas alternativas em mente.

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

Desta forma, todos os questionários tinham exatamente as mesmas questões, mas eram distintos em decorrência da ordem das questões. Somente os enviados impressos ou em formato PDF é que eram iguais.

Todas as respostas foram segmentadas de acordo com características individuais de cada empresa para identificar como elas influenciam a política de dividendos e a percepção de seus executivos sobre cada um dos tópicos pesquisados. As respostas de cada grupo foram comparadas e foi utilizado o Teste *t* de Student para verificar se há diferença significativa entre os grupos. As variáveis utilizadas para a separação da amostra são as seguintes:

- i) controle – empresas com ou sem controle acionário definido. Participação dos cinco maiores acionistas em relação ao total das ações com direito a voto.
- ii) estrutura de capital – relação entre dívida de longo prazo menos caixa (disponibilidade com liquidez imediata) e patrimônio líquido. Dívida líquida / patrimônio líquido.
- iii) tamanho – valor de mercado da empresa



- iv) nível de governança corporativa – aderiu, ou não, a um dos níveis de governança da BOVESPA;
- v) setor de atuação – setor de atuação econômica da empresa de acordo com a classificação proposta pela Economatica;
- vi) Rentabilidade – relação entre lucro líquido e patrimônio líquido.  $\text{Lucro líquido} / \text{patrimônio líquido}$ .
- vii) oportunidades de crescimento – Valor de mercado / valor patrimonial.
- viii) *dividend yield* – percepção do mercado sobre o pagamento de dividendos e JSCP pelas empresas.  $\text{Dividendos totais} / \text{valor de mercado da empresa no final do exercício}$ .
- ix) *payout* – nível do pagamento de dividendos e JSCP.  $\text{Dividendos totais} / \text{lucro líquido do exercício}$ .
- x) liquidez – negociação diária (relação entre volume da ação negociado e total de negócios) na BOVESPA;
- xi) remuneração dos executivos - se os executivos são remunerados de forma atrelada ao valor de mercado das ações (ações, opção de compra de ações, etc.) ou lucro da empresa: (percentual relativo do lucro da empresa);
- xii) conselho fiscal – tem ou não tem conselho fiscal instalado;
- xiii) participação dos minoritários no conselho de administração – existência ou não de conselheiro indicado pelos minoritários;
- xiv) preocupação com os investidores – realiza reuniões com analistas e investidores na Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais – APIMEC ou não;
- xv) tipo de controle – controle estrangeiro, nacional familiar ou nacional institucional;
- xvi) ADR – a empresa emite ou não ADR;
- xvii) características do respondente – idade, cargo, formação e tempo de empresa.

## Amostra

Foram identificadas 397 empresas listadas na BOVESPA em dezembro de 2008. Várias destas eram empresas do mesmo grupo e tinham o mesmo CFO. Nesses casos foram retiradas da população as empresas com menor valor de mercado, resultando em 359 CFOs. Também foram retirados 88 CFOs de empresas que não distribuíram dividendos nos últimos 3 anos, resultando em uma população de 271 empresas.

A ApimecSul enviou no dia 17 de dezembro de 2008 ao correio eletrônico dos CFOs destas 271 empresas um convite para responder o questionário dessa pesquisa. Obtivemos o retorno de 36 questionários com mais de 80% das respostas preenchidas.

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

O IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa também apoiou esta pesquisa e enviou no dia 2 de abril de 2009 convite para os CFOs de empresas que não atenderam os convites da ApimecSul. Retornaram 3 questionários válidos, totalizando uma amostra de 65 questionários respondidos, que corresponde a 23,98% da população pesquisada.

Na Tabela 3 é apresentada a diferença entre a população e amostra trabalhada nos itens utilizados como variáveis de segmentação.

**Tabela 3**

Comparação da amostra com a população sem a amostra

Esta tabela compara características da população com características da amostra. Os números mostram que não há diferença significativa entre os dois grupos. Na primeira coluna é apresentada a variável de segmentação, na segunda coluna, o valor médio encontrado no grupo de 294 empresas fora da amostra e na terceira coluna o valor médio das empresas em nossa amostra. Na quarta coluna é apresentado o p-value do Teste *t*, no qual percebe-se que não houve nenhuma diferença significativa e na quinta coluna é apresentado o p-value do Teste Mann-Whitney, na qual também percebe-se nenhuma diferença significativa a 5%

variáveis de segmentação	Empresas fora da amostra	Amostra	p-value (Teste <i>t</i> )	p-value (Mann-Whitney)
n	294	65	—	—
Controle	81,00%	78,47%	0,3106	0,0823
Endividamento	49,21%	57,61%	0,9557	0,2834
valor de mercado (mil)	R\$ 4.648.598	R\$ 6.177.929	0,7375	0,4006
lucratividade	12,14%	12,56%	0,9357	0,6703
Q de Tobin	3,45	1,55	0,6122	0,9446
dividend yield	4,52%	5,90%	0,1384	0,0719
dividend payout	48,66%	52,86%	0,9394	0,7083
Liquidez	20,65%	42,11%*	0,2825	0,1179

Foi utilizado o Teste *t* de Student para verificar se as diferenças entre as médias da amostra e da população são significativas. Não foi encontrada nenhuma diferença significativa.

Também foram comparadas a eventual existência de diferenças entre as respostas da primeira e segunda onda. Apenas 3 dos 111 itens perguntados apresentaram diferença significativa a 95%.

Apenas 4 dos 10 executivos questionados sobre a razão de não responderem a pesquisa responderam a pergunta, sendo que dois alegaram que a empresa tem política de não responder pesquisas e dois afirmaram estar com problema de tempo.

Dessa forma, pode-se afirmar que a amostra analisada aparentemente não apresenta nenhum viés. Todavia, este é um risco presente em qualquer pesquisa desta natureza, o que poderia ser considerada uma eventual limitação do estudo.

### 3. Resultados

Ficou claro nas entrevistas realizadas na fase inicial que o profissional mais indicado para responder o questionário seria o CFO, pois este acompanha todo o processo de distribuição de lucros da empresa, e além da visão do processo como executivo, tem uma grande interação com o conselho de administração, o qual tem uma importante participação neste processo.

Optamos em não enviar o questionário ao conselho de administração, pois pelo o que pode se perceber nas entrevistas, o conselho de administração respeita muito a recomendação dos executivos, mas não tem um bom conhecimento do processo decisório entre os executivos.

A seguir apresentamos os achados desta pesquisa e destacamos apenas as diferenças significativas entre as amostras segmentadas.

### **3.1 Formas de distribuição de lucro aos acionistas da empresa**

Antes de iniciar as questões sobre o processo de decisão de distribuição de lucro da empresa, era necessário identificar o que o respondente considerava como formas da empresa remunerar seus acionistas. Conforme esperado, quase a totalidade dos executivos consideram os dividendos (98,46%) e os juros sobre capital próprio (92,31%) como forma da empresa remunerar os seus acionistas.

A valorização da ação no mercado, apesar de não depender diretamente de uma deliberação da empresa foi citada por 58,46% dos respondentes como uma das alternativas. Ela não nos parece adequada e somente foi incluída no questionário por ter aparecido nas entrevistas realizadas antes da finalização do questionário. A valorização da ação foi muito mais considerada do que a recompra de ações (35,38%), que é apresentada pela teoria como uma alternativa aos dividendos e que provoca uma efetiva transferência de recursos financeiros da empresa aos acionistas, o que não acontece com a valorização da ação. Muito se estranha esta resposta podendo ser fruto do mal entendimento da questão proposta ou de uma precipitação dos respondentes uma vez que a valorização das ações, provavelmente, é uma preocupação constante dos mesmos. Estes resultados são apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4**

Formas de remuneração ao acionista

Esta tabela apresenta de forma decrescente em função do número de citações (*n*) e seus respectivos percentuais, as formas que uma empresa possui consideradas pelos executivos como alternativa de remuneração aos seus acionistas. O percentual que aparece não apresenta o somatório de 100% em função do fato de que um mesmo respondente poderia ter marcado mais de uma resposta como a indicada

Forma de remuneração	n	percentual
Dividendos	64	98,46%
Juros sobre capital próprio	60	92,31%
Valorização da ação no mercado	38	58,46%
Recompra de ações	23	35,38%
Bonificação	20	30,77%
Redução do capital	7	10,77%
Desdobramento	5	7,69%

Especificamente em relação à recompra, foi perguntado ao executivo se ele concordava com a afirmação: “Na sua empresa, a recompra de ações é tratada como uma decisão de investimento e não como distribuição de lucro”. 57,69% dos respondentes concordaram com a afirmação, o que está coerente com a resposta obtida na pergunta sobre as formas de remuneração ao acionista. Ou seja, no Brasil, a recompra de ações é tratada pelos gestores como uma decisão de investimento e não como uma forma alternativa de distribuição de lucros.

O importante é verificar para que grupos encontramos maior relevância da recompra como forma de distribuição de resultados aos acionistas. Na Tabela 5, notamos que dentre executivos de empresas listadas no IGC, 45,5% acham recompra relevante enquanto que dentre aqueles de empresas não listadas no IGC, somente 14,3% partilham da mesma opinião. Quando tomamos a preocupação com os acionistas - apresentou na APIMEC ou não – temos 40,8% . Vemos também que para os mais novos (48,3%) e para os com pós-graduação (47,8%) a recompra é uma das formas. Isto nos indica que para os executivos mais alinhados e mais jovens na idade e na formação o conhecimento teórico indicativo de forma para remunerar os acionistas é mais presente.

Em relação ao tipo de controle, a ideia de recompra de ações como forma de remuneração ao acionista este muito mais presente entre as empresas de controle familiar (53,33%), neste tipo de empresa, onde o executivo está mais próximo aos acionistas, a preocupação de remunerar o acionista deve estar mais presente, assim, a percepção de que a recompra de ações seria uma alternativa de remunerar o acionista estaria mais presente.

**Tabela 5**

Executivos que consideram recompra de ações como forma de remunerar o acionista

Esta tabela destaca as principais diferenças nas amostras segmentadas referente aos executivos que consideram a recompra de ações como forma da empresa remunerar seus acionistas

Segmentação		n	percentual
nível de governança	IGC	20	45,5%
	não IGC	3	14,3%***
preocupação com acionista	Apimec	20	40,8%
	sem Apimec	3	18,75%
idade do executivo	mais velho	6	24,0%
	mais novo	13	48,3%*
formação	pós-graduação	11	47,8%
	graduação	8	31,0%*
tipo de controle	nacional familiar	30	53,33%
	nacional institucional	20	15,0%***

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

Além das diferenças apresentadas, destacamos também que as empresas mais endividadas tendem a considerar mais a recompra de ações como forma de remunerar o acionista, todavia essa diferença foi apenas significativa a 10% quando utilizado o Teste não paramétrico.

Black (1976) sugeriu a recompra de ações como alternativa aos dividendos em uma estratégia de distribuição de caixa aos acionistas com menor custo tributário para o ambiente norte-americano. Como no Brasil os dividendos são isentos de impostos, o JSCP é tributado no recebedor a uma alíquota baixa e é dedutível na empresa, tornando-se um incentivo fiscal para as mesmas e o ganho de capital é tributado, a recompra de ações embora deva ser considerada uma alternativa aos dividendos no atual cenário (2011) não deve ser implementada por trazer altos custos fiscais.

Considerando a existência de assimetria informacional, que os executivos da empresa têm melhores condições de avaliar o valor da empresa e estes consideram a recompra de ações como um investimento, isto nos leva a fazer a hipótese que a recompra de ações pode ser uma sinalização que as ações da empresa estão subavaliadas.

### 3.2 Definição da distribuição de lucros

A proposta de dividendos apesar de não ter um responsável que se destaque é atribuição principalmente de um dos executivos da empresa que no seu somatório chega a 63,08% nos casos examinados. Estes estão divididos entre diretor financeiro (26,15%), executivos da empresa (23,08%),

diretor de relações com os investidores (10,77%), tesoureiro (3,08%) e ficando a cargo do conselho de administração apenas 27,69%, conforme apresentado na Tabela 6.

**Tabela 6**

Principal responsável pela proposta de distribuição de lucros

Esta tabela apresenta de forma decrescente o principal responsável pela proposta de distribuição de lucros e a diferença entre o setor elétrico e demais setores neste aspecto						
Quem propõe a forma de distribuição de lucros	n	Geral percentual	n	Setor percentual	n	Demais percentual
Conselho de administração	18	27,69%	0	0,00%	18	33,33%
Diretor financeiro	17	26,15%	4	36,36%	13	24,07%
Executivos da empresa	15	23,08%	2	18,18%	13	24,07%
Diretor de relação com os investidores	7	10,77%	3	27,27%	4	7,41%
Tesouraria	2	3,08%	0	0,00%	2	3,70%
Assembléia de acionistas	2	3,08%	1	9,09%	1	1,85%
Acionista controlador	1	1,54%	0	0,00%	1	1,85%
Outros	3	4,62%	1	9,09%	2	3,70%

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

O setor elétrico se diferenciou dos demais setores, por uma participação muito maior do diretor de relação com os investidores (27,27%) na proposta de pagamento de dividendos, não participação do conselho de administração nesta etapa do processo e maior participação da AGO (9,09%) que os demais da amostra, também apresentado na Tabela 6.

Essas diferenças sugerem que nas empresas do setor elétrico, reconhecidas pelo mercado como boas pagadoras de dividendos, a distribuição de lucros é uma das preocupações do departamento de relação com investidores e é utilizada estrategicamente por este setor, pois, provavelmente os dividendos são mais importantes para o investidor dessas empresas do que para investidores dos demais setores.

Desta forma, espera-se que o diretor de relações com investidores, o mais próximo executivo dos acionistas, tenha uma maior participação na definição da política de dividendos, aspecto este, importante para este grupo de acionistas.

A participação do Conselho de Administração na elaboração da proposta de distribuição de lucros é bastante reduzida quando há presença de representantes dos minoritários nos conselhos (17,95%) na comparação com empresas sem representantes dos minoritários no conselho de administração (34,78%).

Esta diferença sugere que os representantes dos acionistas minoritários não estão cumprindo bem seu papel de participar mais das decisões da empresa. Essa diferença, apesar de grande foi significativa apenas a 10% no Teste de Mann-Whitney.

Após a elaboração da proposta de distribuição de lucros realizada principalmente pelos executivos, a definição de quanto, como e quando será feita a distribuição de lucros é principalmente do conselho de administração (63,08%), seguido com menor relevância pela AGO (15,38%). Os executivos têm baixíssima participação nesta definição, inferior a 10% na soma de todos os executivos citados. Os resultados são apresentados na Tabela 7.

**Tabela 7**

Principal responsável pela definição da distribuição de lucros

Esta tabela apresenta em ordem decrescente o principal responsável pela definição da distribuição de lucros		
Quem define a forma de distribuição de lucros	n	Geral percentual
Conselho de administração	41	63,08%
Assembléia de acionistas	10	15,38%
Acionista controlador	5	7,69%
executivos da empresa	3	4,62%
Diretor financeiro	1	1,54%
Diretor de relação com os investidores	1	1,54%
Tesouraria	0	0,00%
Outros	4	6,15%

Desta forma, ficou evidente que os executivos da empresa têm uma importante participação no processo de distribuição de lucros, mas a decisão final não é deles. Quem decide como será a distribuição dos lucros é principalmente o conselho de administração, que analisa o que foi proposto pelos executivos e toma sua decisão.

### 3.3 Fatores analisados durante o processo de distribuição de lucros

#### Valor

A maximização da riqueza dos acionistas deve ser uma constante preocupação dos executivos e 90,77% deles consideram que a distribuição de lucros é uma forma de criação de valor, sendo os dividendos e o JSCP as alternativas mais eficazes. Os resultados estão apresentados nas Tabelas 8 e 9.



**Tabela 8**

Executivos que consideram a distribuição de lucros como forma de criar valor

Percentual de executivos que acreditam que a distribuição de lucros afeta o valor da empresa e resultados segmentados. Na primeira coluna é apresentada uma afirmação referente ao impacto dos dividendos no valor da empresa. Na segunda coluna é apresentado o total de executivos que concordaram com a afirmação. Na terceira coluna é apresentado o percentual de executivos que concordaram com a afirmação. Nas demais colunas também é apresentado o percentual de executivos que concordam com a afirmação em amostras segmentadas

Afirmação	n	concordância	lucratividade		dividend payout		setor		remuneração	
			alta	baixa	alta	baixa	elétrico	outros	lucro	valor da ação
Distribuição de lucros cria valor	59	90,77%	82,35%	100%**	81,25%	100%**	100%	88,89%**	76,92%	100%*
Maiores dividendos aumentam valor no curto prazo	45	71,43%	66,43%	76,43%	85,72%	51,43%**	80,72%	62,14%	65,72%	77,14%
Maiores dividendos aumentam valor no longo prazo	18	28,57%	27,71%	29,71%	28,28%	29,14%	30,28%	26,57%	30,28%	27,14%
Menores dividendos aumentam valor no curto prazo	3	4,76%	3,23%	6,25%	3,23%	6,25%	3,23%	6,25%	7,41%	4,17%
Menores dividendos aumentam valor no longo prazo	7	11,11%	16,13%	6,25%	12,90%	9,38%	12,90%	9,38%	11,11%	8,33%

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

A maior diferença significativa entre as amostras segmentadas é aquela referente à remuneração dos executivos. Em uma questão com concordância acima de 90%, apenas 76,92% daqueles com sua remuneração baseada no lucro consideram que a política de dividendos afeta o valor das ações de sua empresa, enquanto 100% dos executivos com remuneração baseada no valor das ações de suas empresas têm essa mesma percepção.

Uma possível explicação para este fato reside na possibilidade de que ao pagarem menos dividendos a empresa possui maior quantidade de recursos, o que provavelmente irá gerar maior lucro, pois a empresa pode utilizar esses recursos para reduzir endividamento, realizar investimentos ou mantê-lo em caixa. Qualquer uma dessas alternativas deve aumentar o lucro.

O fato de aumentar o lucro, não obrigatoriamente é o mesmo que obter maior valor das ações, pois o investimento pode ter um retorno positivo, pode ser abaixo do que o exigido pelos acionistas ou uma redução da alavancagem financeira, reduz o risco dos gestores, prejudicando a rentabilidade dos acionistas. Este eventual conflito nasce da forma diferenciada de incentivos dados aos gestores.

Encontramos o mesmo nível de importância para os executivos de empresas do setor elétrico, contra 88,89% dos gestores de outros setores no que se refere a criação de valor na empresa. A justificativa para isto pode estar nas características do setor e na sua clientela de acionistas mais focada em dividendos.

Fica clara a importância dada pelos respondentes quando perguntados se a política de dividendos afeta o valor das empresas independentemente da segmentação. Esperava-se que a percepção de que a política de dividendos afetasse o valor das empresas fosse mais presente entre os executivos

em que os dividendos representassem alta parcela do retorno do acionista. Todavia, foi surpresa que 100% dos executivos das empresas com baixo *dividend payout* consideram que a política de dividendos afeta o valor de suas ações, enquanto, entre os executivos das empresas com maiores *dividend payout*, apenas 81,25% têm a mesma opinião.

Parte desta diferença pode ser explicada pela recompra de ações, que não foi considerada no nosso cálculo do *dividend payout* para efeitos da segmentação. Quando perguntados, se a recompra de ações é uma estratégia de criação de valor, para 19,35% dos executivos de empresas com baixo *dividend payout* a resposta foi afirmativa, enquanto apenas 3,85% dos executivos de empresas com alto *dividend payout* compartilham a mesma opinião, conforme apresentado na Tabela 9. Desta forma, a diferença existente neste posicionamento pode levar a um erro de dimensionamento já que o total de executivos de empresas com baixo *dividend payout* que consideram a política de dividendos como potencial criadora de valor, poderia ter crescido com a participação daqueles que consideram a recompra de ações como forma de criar valor.

Outro grupo que merece destaque é o de empresas com controle estrangeiro, no qual apenas 62,5% dos executivos acreditam que a política de dividendos pode criar valor ao acionista, enquanto 96,67% dos executivos de empresas nacionais partilham da mesma opinião. Essa diferença talvez seja explicada pela tributação dos dividendos dos controladores em seu país de origem, o que não ocorre entre os controladores nacionais. Essa diferença foi significativa a 1% somente no teste não paramétrico, provavelmente pelo grupo de empresas com controle estrangeiro ser formado por apenas 8 empresas.

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

Por outro lado, poucos acreditam em valorização das ações no caso da redução dos dividendos, 11,11% dos respondentes acreditam em valorização no longo prazo e 4,76% em valorização no curto prazo. Apesar de os executivos, em sua grande maioria, apontarem como uma valorização no curto prazo em consequência do aumento dos dividendos, apenas 33,93% deles concordaram com a afirmação: “O efeito da política de dividendos no

valor de sua empresa é maior no curto prazo do que no longo prazo”.

A afirmação “A política de dividendos da sua empresa é um instrumento de criação de valor ao acionista” teve a concordância de 77,05% dos respondentes.

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

**Tabela 9**

Alternativas para criar valor

Esta tabela apresenta as principais alternativas para criar valor através da distribuição de lucros na opinião dos executivos pesquisados. Também são apresentados resultados nas amostras segmentadas

		Melhor alternativa para criar valor (%)					
	n	Dividendo	JSCP	Recompra de ações	Bonificação	Split	Valorização da ação
Geral	57	68,42	59,65	12,28	3,51	0,00	14,04
endividamento	alto	27	66,67	59,26	3,70	0,00	3,70
	baixo	30	70,00	60,00	20,00**	6,67	23,33**
dividend payout	alto	26	76,92	65,38	3,85	0,00	7,69
	baixo	31	61,29	54,84	19,35*	6,45	19,35
liquidez	alta	29	68,97	51,72	17,24	3,45	10,34
	baixa	28	67,86	67,86	7,14	3,57	17,86
nível de governança	IGC	39	61,54	48,72	17,95	5,13	20,51
	não IGC	18	83,33*	83,33**	0,00**	0,00	0,00
preocupação com o acionista	Apimec	43	62,79	53,49	16,28	4,65	16,28
	sem Apimec	14	85,71*	78,57*	0,00*	0,00	7,14

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

Os dividendos aparecem como principal instrumento de distribuição de lucros e como alternativa para criar valor para seus acionistas. Os executivos de empresas com alto *dividend payout* consideram mais dividendos e JSCP como alternativas de valorizar as ações do que os executivos de empresas com baixo *dividend payout*. Apesar de não ser uma diferença significativa, ela reforça a explicação de que o maior percentual de executivos que acreditam que a política de dividendos afeta o valor das ações é consequência da recompra de ações como instrumento de valorização das ações. A recompra de ações é a alternativa que apresenta maior diferença entre as amostras segmentadas, sendo mais citada pelos executivos de empresas com baixo endividamento, baixo payout, listadas em um dos níveis de governança corporativa e com preocupação com os acionistas.

## Impostos

Os impostos, sobre dividendos e sobre ganhos de capital, são tratados pela teoria como aspectos relevantes a serem analisados na definição da distribuição dos lucros, mas não recebe a mesma atenção dos executivos, pois, segundo as respostas obtidas, a política de dividendos não se alte-

raria com uma eventual alteração na legislação tributária, considerando que 93,55% dos respondentes afirmaram que o total do montante distribuído seria o mesmo, ainda que a legislação tributária fosse alterada. A forma de distribuição também seria a mesma, segundo 64,52% dos executivos, ou seja, a tributação, tem uma pequena influência na forma de distribuição e não influencia no montante a ser distribuído.

Segundo os respondentes, a tributação tem pouca importância na definição da política de dividendos para todos os tipos de acionistas. Ela aparece como fator importante no máximo para 15,83% dos respondentes, quando eles consideram a tributação para o acionista estrangeiro institucional.

Contraditoriamente, 75% dos respondentes concordaram com a afirmação “O planejamento tributário da empresa é fundamental na decisão de distribuição de dividendos” e a opção pelo JSCP é motivada por razão tributária para 100% dos pesquisados. Isto demonstra uma maior preocupação deles com a tributação da empresa e menos com a do recebedor – acionista. Isto nos parece um equívoco que deve ser saneado pelos gestores, pois a tributação total – para a empresa e para os acionistas – é o fator que merece total análise e minimização dentro do planejamento tributário permitido.

A opção pelos dividendos foi justificada como esgotamento do benefício tributário do JSCP ou incapacidade de gerar JSCP suficiente para o pagamento do valor total a ser pago como remuneração em dinheiro aos acionistas para 50% dos executivos.

Tratando especificamente da recompra de ações, a maioria dos executivos (54,00%) concordou com a afirmação “a recompra de ações não provoca um custo fiscal ao acionista”. Isto nos parece um equívoco, pois a recompra gera um eventual maior ganho de capital para os detentores das ações no mercado e neste momento – 2009 – a tributação de ganhos de capital é maior que a de dividendos.

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

### **Principais fatores internos analisados**

Os fatores internos ganham relevância na medida em que os tomadores de decisão olham para os acionistas e para o estágio em que a empresa se

encontra. Olhar para um deles somente pode trazer uma visão parcial do processo e gerar equívocos na decisão de pagamento de dividendos.

Segundo os respondentes, os três principais fatores internos analisados para determinar a distribuição de lucros são: geração de caixa (83,04%), investimentos futuros (54,77%) e lucro líquido (53,00%). Os resultados estão apresentados na Tabela 10. O fator lucro líquido aparece com uma participação reduzida por também constar no questionário a alternativa “lucro líquido ajustado”, selecionada por 40,64% dos respondentes.

Assim, se analisados de forma conjunta, lucro líquido e lucro líquido ajustado e excluindo as respostas duplicadas (8,7%), este se tornaria o fator analisado mais citado pelos executivos (89,29%).

**Tabela 10**

Principais fatores internos analisados para determinar a distribuição de lucros

Esta tabela apresenta em ordem decrescente os fatores internos da empresa que mais podem influenciar a distribuição de lucros aos acionistas. Também é apresentado qual o período é principalmente considerado para cada fator analisado, atual, anterior ou expectativa em relação ao futuro					
Fator analisado	n	Total	Período		
			Atual	Anterior	Futuro
Geração de caixa	54	83,04%	51,06%	2,13%	46,81%
Investimentos futuros	36	54,77%	16,13%	0,00%	83,87%
Lucro líquido	34	53,00%	86,67%	6,67%	3,33%
Lucro líquido ajustado	27	40,64%	86,96%	13,04%	0,00%

Foi perguntado também se os executivos consideravam o citado fator no momento atual, no passado ou a expectativa do mesmo objetivando a definição temporal do mesmo. A maioria dos respondentes (86,79%) considera o lucro líquido ou lucro líquido ajustado atual o mais importante para a definição dos dividendos. Isto é um indicativo de que no Brasil não se pode utilizar variações nos dividendos como sinalizador de lucros futuros. Já em relação à geração de caixa, há um equilíbrio entre a geração atual (51,06%) e a expectativa futura de geração de caixa (46,81%). Em relação aos investimentos, a expectativa futura é a mais importante para 83,87% dos respondentes.

Ainda em relação aos elementos geração de caixa e lucro, a afirmação “Na sua empresa, a geração de caixa é mais importante que o lucro para a definição da política de dividendos” não apresentou uma tendência comum de concordância entre os respondentes; 47,46% dos executivos concordaram com ela, ou seja, entre os dois principais fatores determinantes para a distribuição de lucros, não há nenhum que se destaca. Aparentemente, a im-

portância da geração de caixa é minorada em função da definição legal dos parâmetros de pagamento dos dividendos, ocasionando esta semelhança nas respostas.

Isto nos demonstra que os fatores internos das empresas também são relevantes no processo decisório da política de dividendos atestando que os tomadores de decisão olham para os acionistas bem como para a situação presente e futura da empresa.

### Principais fatores externos analisados

Fatores externos à empresa também podem afetar a política de dividendos na medida em que a visão de futuro dos tomadores de decisão pode levar a uma percepção maior de risco para a empresa ou para os acionistas. Conforme a Tabela 11, nenhuma das alternativas apresentadas foi citada por mais de 50% dos respondentes, o que indica que há uma maior variabilidade dos fatores externos mais relevantes. As alternativas mais citadas foram taxa de juros nacional (46,71%), expectativa dos investidores em relação ao crescimento da empresa (41,32%) e variação do câmbio (41,32%).

**Tabela 11**

Principais fatores externos analisados para determinar a distribuição de lucros

Nesta tabela são apresentados os fatores externos à empresa analisados pelos executivos ao determinar distribuição de lucros. Média: 1, 2, 3 representam mais importante, segunda mais importante e terceira mais importante, ou seja, valores médios menores, denotam maior importância		
Fator externo analisado	Total	média
Taxa de juros nacional	46,71%	1,92
Variação do câmbio	41,32%	2,09
Expectativa dos investidores em relação ao crescimento da empresa	41,32%	1,96
Expectativa do mercado em relação ao crescimento do PIB	35,93%	1,90
Carga tributária	34,13%	2,00
Custo de insumos	32,34%	2,00
Valorização das ações em bolsa	30,54%	1,88
Taxa de juros internacional	16,17%	2,44
Outros	25,15%	1,57

Dentre estes três fatores, somente a variação do câmbio apresentou diferença significativa em amostras segmentadas. A principal diferença significativa ocorreu na segmentação por remuneração dos executivos. Empresas que remuneraram seus executivos com base no lucro consideraram a variação do câmbio muito mais importante do que as empresas que remuneraram seus executivos com base no valor da ação. A variação do câmbio também é mais importante para as empresas de baixa lucratividade e para

as de alto *dividend payout*.

A preocupação com o câmbio na distribuição dos dividendos pode ser uma consequência do efeito da variação cambial no lucro líquido da empresa e consequente dividendo a ser pago, sem efeito no caixa. Uma empresa com um endividamento em dólar, pode ter lucro devido a uma valorização do Real, mas não ter caixa para pagar dividendos, ou na situação contrária de desvalorização do Real, ter prejuízo, mesmo tendo tido uma boa geração de caixa.

A taxa de juros nacional foi o fator externo analisado para a definição do pagamento de dividendos mais citado pelos executivos, mas apenas 14,04% deles concordaram com “A sua empresa considera o aumento do endividamento para financiar a distribuição de caixa aos acionistas em momentos que as taxas de juros do mercado são atrativas”, ou seja, apesar da taxa de juros ser importante, ela, mesmo quando baixa, não estimula o endividamento para aumentar a distribuição de lucros. Isto contraria a teoria financeira existente e, principalmente, as recomendações da Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1976, Easterbrook, 1984) segundo ao qual o mais alto endividamento da empresa reduz os custos de agência dos gestores com os acionistas por aumentar o monitoramento exercido pelos credores. Sendo corroborado com a baixa concordância dos respondentes (14,03%) com a afirmação “a distribuição de lucro é uma forma de reduzir excesso de caixa na sua empresa”.

A possibilidade de utilizar dividendos como mecanismo de controle parece não ter sido considerada pelos executivos. Não era esperado que os executivos concordassem com esse mecanismo de controle, pois é natural que os executivos acreditem que não necessitam de restrições financeiras para agir de forma a maximizar a riqueza dos acionistas.

O preço da ação tem pouca influência na política de dividendos, pois 76,27% dos executivos concordam com a afirmação “O preço da ação da sua empresa na bolsa de valores não afeta a distribuição de lucros aos acionistas”. Mas, de forma contraditória, as crises econômicas e seus efeitos sobre a bolsa de valores parecem afetar a distribuição de dividendos, pois somente 40,98% dos executivos concordam com “A distribuição de lucros da sua empresa não é afetada por crises no mercado acionário”. Isto parece confirmar de que os respondentes não estão preocupados com a variação no preço de suas ações mas com os efeitos generalizados que podem ocorrer na empresa sinalizados por uma queda geral nas bolsas.

Dentre os elementos que apareceram no grupo “outros fatores”, que

foi pouco citado pelos respondentes, encontramos a situação do mercado, a existência de crédito para os clientes, a pouca relevância de variáveis externas e o crescimento da economia. Parece que para os respondentes estes elementos não influenciam política de dividendos de suas empresas.

#### 4. Frequência

O fato de ser frequente, ou seja, distribuir dividendos com frequência, não necessariamente significa que a empresa é uma boa pagadora de dividendos. Uma empresa pode distribuir os dividendos mínimos anualmente e ser uma frequente pagadora.

Quanto à forma, as duas alternativas mais tradicionais (dividendos e JSCP) são as mais utilizadas pelas empresas brasileiras para distribuir os lucros aos acionistas, conforme apresentado na Tabela 12. Quando perguntados que forma era utilizada para pagamento dos seus proventos, 95,16% dos respondentes disseram que em mais de 50% das vezes que remuneravam seus acionistas utilizavam JSCP, e 66,13% deles utilizavam dividendos. Isto denota uma forte utilização de JSCP como primeira opção, sendo uma consequência natural do incentivo fiscal da primeira forma sobre a segunda. Cabe notar que a valorização das ações também é apresentada neste grupo de forma muito forte, mas, estranhamente, é mais uma vontade ou um objetivo da gestão – maximização da riqueza do acionista – do que algo realizado de forma ativa e direta pelos gestores. As outras possibilidades aparecem em muito menor frequência por serem muito menos valorizadas pelos gestores.

**Tabela 12**

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

Nesta tabela apresentamos o percentual de respondentes que utilizam as diversas formas de distribuição de lucros em mais da metade de suas distribuições	
Forma de remunerar o acionista	Frequência > 50%
Juros sobre capital próprio	95,16%
Dividendos	66,13%
Valorização da ação	62,90%
Recompra de ações	38,71%
Bonificação	33,87%
redução do capital	12,90%
Desdobramento	9,68%

A periodicidade com que são feitas distribuições de lucros é apresentada na Tabela 13. O período de distribuição mais frequente é o anual,



citado por 53,13% dos respondentes. Podendo representar o simples cumprimento das obrigações legais e a menor saída de caixa da empresa ao longo do período. Dos que citaram outra periodicidade (10,94%), a maioria destes informaram que não há uma periodicidade definida, e os demais estão em situações diversas das quatro apresentadas.

**Tabela 13**

Periodicidade da distribuição de lucro aos acionistas

Nesta tabela apresentamos a periodicidade de distribuição de lucros e o percentual relativo de cada uma na amostra total adotada pela empresa e para cada um destes grupos as principais diferenças encontradas nas amostras segmentadas

período	%	lucratividade		dividend yield		nível de governança		preocupação com acionista		remuneração	
		alta	baixa	alto	baixo	IGC	não IGC	Apimec	sem Apimec	lucro	valor da ação
mensal	1,56%	0,00%	3,03%	0,00%	3,03%	2,33%	0,00%	2,08%	0,00%	0,00%	0,00%
trimestral	18,75%	25,81%	12,12%	21,88%	15,63%	25,58%	4,76%**	22,92%	6,25%	7,69%	18,18%
semestral	15,63%	19,35%	12,12%	18,75%	12,50%	13,95%	19,05%	16,67%	12,50%	15,38%	27,27%
anual	53,13%	41,94%	63,64%*	43,75%	62,50%	46,51%	66,67%	45,83%	75,00%	76,92%	45,45%*
outros	10,94%	12,90%	9,09%	15,63%	6,25%	11,63%	9,52%	12,50%	6,25%	0,00%	9,09%

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

Para as empresas de alta lucratividade (25,81%) temos uma maior tendência de pagamento trimestral de resultados do que as de baixa lucratividade (12,12%), indicando de que a saída de caixa é menos relevante para as mais lucrativas que para as menos. Sendo coerente com a possibilidade explicativa de retenção do caixa na empresa.

Na segmentação por dividend-yield, temos que o pagamento anual é mais representativo para os baixo (62,50%) que para os alto (43,75%), sendo muito coerente para as empresas de baixo terem a vontade de pagar menos vezes por período para evitarem a saída de caixa.

Percebe-se que as empresas com melhor governança corporativa e maior preocupação com o acionista distribuem dividendos aos seus acionistas com maior periodicidade. Nestas duas situações, o período anual é menor que 50% nas empresas com IGC e que fazem apresentação APIMEC.

A remuneração dos executivos também parece influenciar na periodicidade dos dividendos. Empresas que remuneram seus executivos baseadas no lucro, distribuem dividendos anualmente (76,92%), enquanto este número cai para 45,45% entre as empresas que remuneram seus executivos com base na valorização da ação.

De um modo geral a maioria das empresas se utiliza dos pagamentos únicos por período e de JSCP como forma de remuneração. Talvez isto seja mais verdadeiro em função de que esta maioria ainda não está tão dire-

cionada para melhor governança e preocupação com a redução da assimetria informacional com seus acionistas. Fica também clara a possibilidade de existência de conflitos de agência na medida em que a retenção do caixa por períodos maiores.

## 5. Considerações finais

Esta pesquisa descreve o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa desde a proposta geralmente preparada pelos executivos até o pagamento aos acionistas.

Conforme a nossa pesquisa a definição da política de dividendos é principalmente do conselho de administração, enquanto a proposta de dividendos, formulada anteriormente, na maioria das empresas, parte da administração. Nesta pesquisa ficou claro que a política de dividendos é uma decisão importante para todos os respondentes e estes manifestam a importância para todos os stakeholders, devendo afetar o valor da empresa.

Ela mostrou que os executivos dessas empresas consideram basicamente o dividendo e o juro sobre capital próprio como alternativas de distribuição de lucro. A recompra de ações ainda é vista como uma decisão de investimento para a empresa, mas os executivos mais jovens e com pós-graduação estão levando para as empresas a recompra de ações como mais uma alternativa de distribuição de lucros. A se perpetuar a tributação a maior dos ganhos de capital sobre os dividendos, nos parece que a recompra deverá continuar a ser uma opção de menor uso pelas empresas em função da vantagem fiscal dos segundos sobre os primeiros.

A relevância dos dividendos ficou clara, pois 90,77% dos executivos que responderam o questionário consideram a política de dividendos como um dos fatores que afetam o valor da empresa. Somente não houve consenso se a política de dividendos afeta o valor no curto, no longo prazo ou em ambos.

No Brasil, foi criado o JSCP com claro propósito de gerar um benefício fiscal ao tentar equiparar as vantagens fiscais do capital próprio às das dívidas para as empresas, e essa forma de distribuição de lucros é amplamente aproveitada pelas empresas listadas no país. Assim, embora se possa afirmar que o planejamento tributário ao nível das empresas é relevante para a definição da política de dividendos, não se pode dizer o mesmo para o planejamento tributário ao nível dos acionistas na medida em que a tributação dos JSCP é maior do que a de dividendos para o recebedor e na recompra é maior que ambas e parece que os instrumentos são utilizados

indistintamente. A situação ideal seria que o somatório dos impostos para todos os envolvidos fosse examinado buscando a menor carga tributária total.

Por outro lado, há indícios de que os interesses pessoais dos executivos têm influência na política de dividendos no Brasil. A grande maioria dos executivos acredita que a recompra de ações é benéfica ao acionista, mas ela é praticamente inexistente nas empresas onde os executivos apresentam remuneração baseada no lucro. Além de evitarem a recompra de ações, empresas que utilizam o lucro como forma de incentivo, pagam menos dividendos e com menor frequência.

Em contra ponto a esta visão, a maioria dos executivos com remuneração atrelada ao valor da ação admitiu adotar uma política de dividendos não adequada para satisfazer os interesses dos acionistas. Entre os executivos com remuneração baseada no lucro, apenas uma minoria tem a mesma preocupação com a opinião dos acionistas. Isto configura um desalinhamento de interesses entre as partes reforçando a possibilidade dos conflitos de agência.

Neste ponto verifica-se o enorme interesse dos executivos e dos acionistas controladores, quando existem, em reter ao máximo possível os fundos na empresa como forma de reduzir seus riscos pessoais ao mesmo tempo em que aumentam o controle sobre um montante maior de recursos. Seria interessante a implantação nas empresas de instrumentos de incentivo e de maior alinhamento com a busca de maximização do valor das ações para evitar este tipo de comportamento.

Entre os principais fatores para determinar a distribuição dos dividendos há um grande destaque para o lucro líquido e lucro líquido ajustado e para a geração de caixa. A importância do lucro líquido era totalmente esperada, pois a legislação brasileira exige uma distribuição mínima baseada no lucro. A importância da geração de caixa como pré-requisito para a definição da política é tomada como um elemento necessário, pois eles não consideram a possibilidade de irem ao mercado buscar os recursos caso não os tenham dentro de casa. A teoria não encontra respaldo nesta atitude na medida em que a busca de recursos é vista como redutor dos custos de agência, mas os respondentes são aversos ao risco de um modo geral e preferem trabalhar em faixas de menor risco.

Devida a alta dependência, na opinião dos executivos, de geração de caixa e de lucro líquido para a distribuição dos dividendos, estes executivos acreditam que mudanças na política de dividendos podem sinalizar

para o mercado mudanças nas expectativas da administração em relação a estes elementos no futuro, sendo esta sinalização mais forte na redução dos dividendos do que no aumento dos mesmos.

Adicionalmente, a imensa maioria dos executivos acredita que o aumento dos dividendos sinaliza falta de oportunidade de investimentos ou redução de geração de caixa, ou seja, a princípio variações na política de dividendos sinalizam algo negativo.

Os executivos também afirmaram que a política de dividendos tem uma forte ligação com a decisão de investimentos, endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa, o que indica que a política de dividendos depende do estágio em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida. Estas atitudes reforçam o aspecto conservador da gestão em relação ao risco e ao endividamento das empresas. Neste ambiente, possibilidades de altos custos de agência são reais e a forma de reduzi-los é encontrada em reforços da governança corporativa utilizando-se instrumentos adequados de alinhamento de interesses.

Esta pesquisa foi um primeiro esforço para se conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa, sendo necessárias pesquisas adicionais para esclarecer em detalhe todos esses pontos que surgiram, tais como a importância da remuneração variável dos executivos em suas decisões e a influência do conselho de administração na recomendação dos executivos.

## Referências

- Baker, Kent, & Mukherjee, Tarun K. 2007. Survey Research in Finance: Views from Journal Editors. *International Journal of Managerial Finance*, **3**, 11–25.
- Baker, Kent, & Powell, Gary E. 1999. How Corporate Managers View Dividend Policy. *Quarterly Journal of Business and Economics*, **38**, 17–35.
- Baker, Kent, Farrelly, Gail E., & Edelman, Richard B. 1985. A Survey of Management Views on Dividend Policy. *Financial Management*, **14**, 78–85.
- Baker, Kent, Veit, Theodore, & Powell, Gary E. 2001. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of NASDAQ Firms. *The Financial Review*, **36**, 19–37.

- Baker, Kent, Mukherjee, Tarun K., & Paskelian, Ohannes G. 2006. How Norwegian Managers View Dividend Policy. *Global Finance Journal*, **17**, 155–176.
- Balbinotti, Marcos A. A., Benetti, Cristiane, & Terra, Paulo R. S. 2007. Translation and Validation of the Graham-Harvey Survey for the Brazilian Context. *International Journal of Managerial Finance*, **3**, 26–48.
- Battacharya, Sudipto. 1979. Imperfect Information Dividend Policy, and The Bird in Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*, **10**, 259–270.
- Benetti, Cristiane, Decourt, Roberto F., & Terra, Paulo R. S. 2007. *The Practice of Corporate Finance in an Emerging Market: Preliminary Evidence from the Brazilian Survey*. In Annual Meeting of the Financial Management Association, 2007, Tampa. Proceedings of the Annual Meeting of the Financial Management Association 2007.
- Black, Fischer. 1976. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management*, **2**, 5–8.
- Brav, Alon, Graham, John R., Harvey, Campbell R., & Michaely, Roni. 2004. *Payout Policy in the 21st Century*. Tuck Contemporary Corporate Finance Issues III Conference Paper. <http://ssrn.com/abstract=571046>.
- Brennan, Michael. 1970. Taxes, Market Valuation, and Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*, **23**, 417–427.
- Camarotto, Murillo, & Torres, Fernando. 2009. *Distribuição de Lucros Cresce Em Plena Crise*. Jornal Valor Economico.
- Carnier, Theo. 2005. A Renda Vai Para O Bolso Do Aplicador. *Revista Bovespa*, **94**.
- Chee, Chong, C. V., & Hassan, Salleh. 2005. *Dividend Policy: A Survey of Malaysian Public Listed Companies and Security Analysts*. In Sixteenth Asian Finance Association Conference, Kuala Lumpur, Malaysia.
- Easterbrook, Frank. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, **74**, 650–659.
- Farrar, Donald E., & Selwyn, Lee L. 1967. Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors. *National Tax Journal*, **20**, 444–462.

- Frankfurter, George, Kosedag, Arman, Schmidt, Hartmut, & Topalov, Mikhail. 2002. The Perception of Dividends By Management. *The Journal of Psychology and Financial Markets*, **3**, 202–217.
- Gamez, Milton. 2006. Mais Dinheiro Na Mão Do Acionista. *Revista Bovespa*, **98**.
- Gordon, Myron. 1959. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics*, **41**, 99–105.
- Grullon, Gustavo, Michaely, Roni, & Swaminathan, Bhaskaran. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, **75**, 387–424.
- Heineberg, Ricardo, & Procianoy, Jairo L. 2003. *Aspectos Determinantes Do Pagamento de Proventos Em Dinheiro Das Empresas Com Ações Negociadas Na Bovespa*. In Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo.
- Jensen, Michael, & Meckling, William. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 305–360.
- Lintner, John J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, **46**, 97–113.
- Malhotra, Naresh, K. 2004. *Pesquisa de Marketing: Uma Orientação Aplicada*. Porto Alegre: Bookman.
- Miller, Merton, & Modigliani, Franco. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, **34**, 411–433.
- Modigliani, Franco, & Miller, Merton. 1963. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, **53**, 433–443.
- Mukherjee, Tarun K., & Hingorani, Vineeta L. 1999. Capital Rationing Decisions of Fortune 500 Firms: A Survey. *Financial Practice and Education*, **9**, 7–15.

- Novis Neto, Jorge A., & Saito, Richard. 2003. Pagamentos de Dividendos e Persistência de Retornos Anormais Das Ações: Evidência Do Mercado Brasileiro. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, **38**, 135–143.
- Partington, Graham H. 1985. Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing Policies: Empirical Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, **12**, 531–542.
- Partington, Graham H. 1989. Variables Influencing Dividend Policy in Australia: Survey Results. *Journal of Business Finance and Accounting*, **16**, 165–182.
- Procianoy, Jairo L. 2006. A Política de Dividendos e O Preço Das Ações. *Pages 139–164 of: Varga, Gyorgy, & Leal., Ricardo (eds), Gestão de Investimentos e Fundos.*
- Procianoy, Jairo L., & Moreira, Luis F. 2004. Open Market Stock Repurchases at São Paulo Stock Exchange – BOVESPA. *Pages 345–363 of: Arbeláez, Harvey, & Click, Reid William (eds), Latin American Financial Markets: Developments in Financial Innovations.* Oxford: Elsevier.
- Procianoy, Jairo L., & Vieira, Kelmara M. 2003. Reação Dos Investidores a Bonificações e Desdobramentos: O Caso Brasileiro. *Revista de Administração Contemporânea*, **7**, 9–33.
- Pruitt, Stephen W., & Gitman, Lawrence J. 1991. The Interactions Between the Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. *Financial Review*, **26**, 409–430.
- Sénèque, P. J. C., & Gourlay, B. M. 1983. Dividend Policy and Practice in South Africa. *The Investment Analysts Journal*, **21**, 35–41.