



POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ANÁLISE DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM OS ÍNDICES AMPLO, SETORIAL E DE GOVERNANÇA DA BM&F BOVESPA DE 2010 A 2012

DIVIDEND POLICY: ANALYSIS OF COMPANIES THAT COMPOSE THE AMPLE INDICES, INDUSTRY AND GOVERNANCE BM & F BOVESPA, FROM 2010 TO 2012

Maria Caroline Carneiro Silva

Mestre em Administração pela UFPE.

Professora da Faculdade Salesiana do Nordeste, FEPAM.

mariacarolinec@yahoo.com.br

Kecia da Silveira Galvão

Doutora em Administração pela UFPE.

Professora Adjunta da Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.

kecia_galvao@yahoo.com.br

Josete Florencio dos Santos

Doutora em Administração pela UFRJ.

Professora Associada da Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.

jfs@ufpe.br

Bruno Campello de Souza

Doutor em Psicologia Cognitiva pela UFPE.

Professora Adjunta da Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.

bcampello@uol.com.br

Uma versão deste artigo foi apresentada no EnANPAD de 2014, Rio de Janeiro.

Recebido em 22/12/2014
Aprovado em 16/09/2015
Disponibilizado 06/11/2015
Avaliado pelo sistema
<i>double blind review</i>

POLÍTICA DE DIVIDENDOS: ANÁLISE DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM OS ÍNDICES AMPLO, SETORIAL E DE GOVERNANÇA DA BM&F BOVESPA DE 2010 A 2012

OBJETIVO

O trabalho teve como objetivo analisar a política de dividendos das empresas que compõem os índices amplo, setorial e de governança da BM&F Bovespa nos anos de 2010 a 2012.

METODOLOGIA

Os métodos de análise dos dados foram escalonamento multidimensional (SSA e correlação tetracórica, que tem como objetivo mapear as características da política de dividendos das empresas analisadas. Os dados utilizados foram retirados dos relatórios contábeis anuais.

RESULTADOS E CONCLUSÕES

A análise da política de dividendos apresentou uma uniformização de um pagamento de dividendos mínimos de 25% do lucro líquido ajustado e de uma periodicidade anual pela grande maioria das empresas. Por outro lado, quando há um comprometimento de payout mínimo maior do que os 25% a empresa sinaliza ao mercado que está exposta a maiores riscos específicos. Porém, quando empresas se comprometem a pagar percentual menor do que os 25% e não adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, sinalizam maiores riscos de agência por comprometimento de clareza com os stakeholders e maior retenção de caixa possibilitando o uso indevido pelos gestores. O efeito clientela também pode ser observado com a resistência das empresas em remunerarem seus sócios com JSCP, o fazendo apenas quando há pagamento superior de payout, levando ao questionamento se essa resistência ocorre pela maioria dos investidores possuem personalidade jurídica. Por fim, os resultados obtidos indicam que o tamanho da empresa, o setor econômico e a adoção de níveis de governança corporativa dão sinais de políticas de dividendos diferenciados.

IMPLICAÇÕES PRÁTICAS

A análise adotada apresenta ao investidor um mapeamento das políticas de dividendos das empresas analisadas no período, porém sem a intenção de análise de relações de causa e efeito entre as variáveis e previsão de resultados futuros.

PALAVRAS-CHAVE

Política de Dividendos. Índices. Escalonamento Multidimensional.

DIVIDEND POLICY: ANALYSIS OF COMPANIES THAT COMPOSE THE AMPLE INDICES, INDUSTRY AND GOVERNANCE BM & F BOVESPA, FROM 2010 TO 2012

OBJECTIVE

The study aimed to examine the dividend policy of the companies compose the ample indices, economics sectors and governance of BM & F Bovespa in the years 2010-2012.

METHODOLOGY

This is a quantitative research with exploratory, observational and cross-sectional approach. The data analysis methods were multidimensional scaling (SSA), descriptive statistics and correlation tetrachoric available in Statistica 10, which aims to map the dividend policy of the characteristics of the analyzed companies. The data used taken from the annual financial reports.

RESULTS AND CONCLUSIONS

The analysis of dividend policy presented a standardization of a minimum dividend payment of 25% of adjusted net income and an annual basis by most companies. On the other hand, when there is a minimal impairment of payout greater than 25% signaling the market that is exposed to increased specific risks. But when companies agree to pay a lower percentage than the 25% and not adopt differentiated corporate governance practices, signaling largest agency risk for clarity of commitment to stakeholders and greater cash retention enabling misuse by managers. The clientele effect can also be observed with the strength of the companies remunerate their partners with JSCP, making him only when higher payment payout, leading one to question whether this resistance occurs by most investors have legal personality. Finally, the results indicate that the size of the company, the economic sector and the adoption of corporate governance levels give different dividend policies signals.

PRACTICAL IMPLICATIONS

The adopted analysis presents the investor a mapping of companies' dividend policies analyzed in the period, but without the intention of analysis of cause and effect relationships between variables and forecast future results.

KEYWORDS

Dividend Policy. Indices. Multidimensional Scaling.

INTRODUÇÃO

A política de dividendos é um planejamento relacionado ao pagamento de dividendos, na qual a empresa determina, através de um plano de ação, se haverá distribuição de dividendos aos acionistas ou se reinvestirá o capital na empresa. Segundo Brealey (2008), os dividendos são o principal meio das empresas devolverem dinheiro aos seus acionistas.

Entende-se ainda que os gestores tomem decisões sobre o pagamento de dividendos levando em consideração a maximização da riqueza dos acionistas. De acordo com Lintner (1956), é necessário que as empresas tenham uma política de dividendos adequada, além de ser importante investigar se a política adotada no estatuto social e a praticada pelas empresas contém conteúdo informativo de acordo com características específicas de empresas.

No cenário brasileiro, as empresas de capital aberto devem ter suas políticas de dividendos de acordo com a lei 6.404/76, a Lei das Sociedades por Ações, a qual determina que sejam evidenciados nos estatutos sociais os dividendos mínimos a serem pagos, a periodicidade e a forma de seu pagamento. A referida lei estabelece ainda que em caso de omissão do estatuto social as empresas de capital aberto devem distribuir pelo menos 50% do lucro líquido ajustado e quando há omissão do assunto no seu estatuto social o percentual não poderá ser menor do que 25% do lucro líquido do exercício ajustado. Além disso, é permitido que os proventos em dinheiro sejam distribuídos como dividendos, e como juros sobre capital próprio se enquadrando como despesa financeira e incidindo tributos.

As empresas brasileiras de capital aberto negociam suas ações na BM&F Bovespa e as consideradas mais representativas no mercado são classificadas em índices que seguem a categorização de amplos, de governança corporativa e de segmentos econômicos. O primeiro grupo é composto pelos índices IBOVESPA, composto por empresas de maior volume e liquidez da BM&F Bovespa; o IVBX, composto pelas empresas classificadas como 11^a e 50^a maiores volume e liquidez; o índice SMLL, composto por empresas com menor valor e relevante volume de negociação; e o índice MLCX, composto por empresas de

maior valor e relevante volume de negociação. O segundo grupo, o de governança corporativa é composto pelas empresas pertencentes aos níveis 1 e 2 e o novo mercado. Por fim, o terceiro grupo representa os setores econômicos: energia elétrica e financeiro, materiais básicos, industrial, utilidade pública e o imobiliário.

A representatividade dessas empresas, que as levam à participação nos índices, e os achados de Lintner (1956), sobre a relação entre o perfil de empresas e a decisão de pagamento de dividendos, é o que justifica a adoção desses índices para o estudo. Além disso, sobre a governança corporativa, em estudos mais recentes, as informações transmitidas pela variação do pagamento dos dividendos também devem estar condicionadas ao nível adotado de governança corporativa das empresas (CHOI JOO E PARK, 2011; CASTRO JUNIOR; YOSHINADA 2012). Com isso, formulou-se a questão de pesquisa desse trabalho: Qual o perfil das políticas de dividendos das empresas que compõem os índices amplo, setoriais e de governança da BM & F Bovespa? Para isso, esse trabalho tem como objetivo analisar a política de dividendos nos anos de 2010 a 2012, levantando o percentual mínimo e a periodicidade de pagamento, informados no estatuto social das empresas e o que por elas foi praticado. Nesse contexto, o presente estudo proporcionará ao investidor melhor decisão e conhecimento de seus investimentos.

REFERENCIAL TEÓRICO

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

A decisão sobre a política de dividendos refere-se à prática adotada pela empresa sobre quanto, como e quando distribuir os lucros obtidos aos seus sócios ao longo do tempo. Desta forma, os gestores se deparam com a questão “quanto a empresa deve distribuir aos acionistas e quanto deve reinvestir?”, de forma que, conforme Al-Malkawi, Rafferty, Pillai (2010), ao tomar qualquer decisão sobre a distribuição dos lucros, os gestores devem se concentrar na maximização da riqueza dos acionistas, para quem a empresa está sendo gerida.

Os estudos sobre a política de dividendos tiveram maior atenção a partir de Lintner (1956) e, desde então, estão voltados a tentativas de resolver diversas questões relacionadas ao pagamento dos dividendos e formular teorias e modelos para explicar o comportamento desses nas empresas (AL-MALKAWI, RAFFERTY e PILLAI, 2010). Esses estudos se desenvolveram sob a vertente da relevância dos dividendos (LINTNER, 1956; GORDON, 1959), seguido da discussão da irrelevância dos dividendos (MILLER e MODIGLIANI, 1961). Essas vertentes possibilitaram o desenvolvimento de outros trabalhos, a partir de variáveis e proposições diversas, como a teoria do pássaro na mão (ELTON; GRUBER, 1970), o efeito clientela (ELTON; GRUBER, 1970), sinalização (BATTHACARYA, 1979), custo de agência (EASTERBROOK, 1984).

Em 1956, Lintner desenvolveu um modelo teórico sobre o comportamento dos dividendos, investigando o conteúdo informacional. Neste, em um primeiro momento entrevistou os gestores de empresas americanas quanto a variáveis que estariam ligadas a variação do pagamento de dividendos e constatou que as empresas adotam determinada política de dividendos conforme aspectos específicos próprios e do mercado, levando em consideração o contexto e experiências anteriores, referente, por exemplo, a variação dos juros, ganhos relativos sobre o capital, fluxo interno dos fundos, estabilidade dos ganhos, preferência dos acionistas quanto aos ganhos e aos dividendos, tamanho e maturidade da empresa. Além disso, evidenciou que os gestores são relutantes em modificar os dividendos e que apenas o fazem quando há segurança para manter o novo valor a ser pago. Com esses resultados, Lintner (1956), passou a verificação da relação entre os dividendos e os lucros, constatando a existência de uma forte relação entre os dividendos e os lucros correntes, que é o fator mais importante para determinar a variação da taxa de pagamento de dividendos.

Gordon (1959), seguindo o estudo de Lintner, traz o comportamento do investidor sobre o pagamento dos dividendos, constatando que este prefere receber seus rendimentos hoje, a tê-los reinvestido pela empresa para obtenção de retornos futuros, diante da incerteza dos lucros futuros.

Anos seguintes, em contestação, Miller e Modigliani (1961) desenvolvem a teoria da irrelevância dos dividendos, destacando que o valor da empresa independe da política de dividendos adotada ou mesmo dos financiamentos, mas estão relacionadas apenas as oportunidades de investimentos, pois são estes que geram de fato valor para as empresas. Nesta visão, os acionistas são indiferentes ao recebimento dos dividendos ou reinvestimento, pois, os ganhos futuros corrigidos equivaleriam ao valor presente dos dividendos. Como esse achado, estão condicionados a um mercado perfeito e sem custos de transação, investidores racionais e livres de tributos, preços dos ativos refletindo todas as informações, além de terem sido desenvolvidos trabalhos com o intuito de testar suas hipóteses em um mercado imperfeito.

Em 1970, Elton e Gruber encontraram para um mercado com tributos incidentes sobre os dividendos, um cenário onde os tributos reduzem o valor das ações após o pagamento de dividendos, estes seriam “ruins”, assim, as empresas deveriam optar em retê-los e os acionistas obteriam retorno pelo ganho de capital. Nesse contexto, o pagamento de dividendos diminui o retorno dos acionistas após o desconto dos impostos, por isso, estes tendem a reduzir o preço das ações das empresas que pagam dividendos em relação às que não os pagam. Dessa maneira, as empresas deveriam reter o valor a ser pago com dividendos para se colocarem em melhor situação. Portanto, chega-se a ideia que o investidor tomará suas decisões baseada na tributação dos dividendos e ganhos de capital e da razão *dividend yield*. Entende-se por ganhos de capital, a diferença a maior entre o preço de venda de um ativo e seu preço de aquisição original. Quanto à razão *dividend yield*, um indicador que mede a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço da ação.

Quanto à sinalização, esta teoria considera que a política de dividendos propaga informações sobre lucros da empresa. Segundo (BATTHACARYA, 1979), o aumento no nível de dividendos pago serve para informar os investidores sobre o fluxo de caixa da empresa, assim o valor da ação sobe. Quando ocorre o inverso, os preços caem, pois evidencia sinais negativos ao mercado.

Por fim, o modelo de custo de agência, que se refere ao pagamento de dividendos como uma tentativa de suprir os problemas de agência decorrentes da

separação da propriedade e do controle das empresas, diante da possibilidade dos gestores utilizarem o caixa excedente conforme interesse próprio, desconsiderando os interesses dos investidores, nesse contexto, o pagamento de dividendos reduziria os fundos disponíveis aos gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; EASTERBROOK, 1984).

De todas as teorias apresentadas, este trabalho fundamenta-se nos achados de Lintner (1956), sob a perspectiva de que a política de dividendos está atrelada a características específicas das empresas. Porém, diferente da metodologia adotada por Lintner, para esta pesquisa, buscou-se como fonte dos dados as informações disponibilizadas para o mercado, nos relatórios contábeis e estatuto social da empresa, por serem essas as conhecidas pelos investidores e, por conseguinte, as utilizadas para tomada de decisões sobre seus investimentos.

Para o estudo da política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto entende-se como primordial o conhecimento dos parâmetros legais a serem por elas seguidos, a serem observados na Lei 6.404/76 e na Lei 9.249/95. A primeira, denominada Lei das Sociedades por Ações, estabelece nos artigos 201 a 205 a obrigatoriedade de disposição no estatuto social o pagamento mínimo de dividendos, o *payout* mínimo, do contrário fica estabelecido um percentual inicial de 50% do lucro líquido ajustado. Conforme a mesma norma o Lucro Líquido ajustado é obtido conforme esquema:

Lucro Líquido do Exercício:

- (-) valor destinado à reserva legal;
- (-) valor destinado à formação de reserva para contingência;
- (+) reversão de reserva para contingência formada de exercícios anteriores.

A Lei 9.249/95 estabelece o pagamento de como juros sobre capital próprio (JSCP) como forma de distribuição dos lucros e sua equiparação com os dividendos. A diferença entre os JSCP e os dividendos é que o primeiro é disposto

como despesa financeira e, assim, pode ser abatido da base de cálculo do imposto sobre a renda, e da contribuição social sobre o lucro líquido, enquanto que o segundo é tido como distribuição de rendimento aos sócios, realizada após o pagamento dessas obrigações federais. Assim, para o contexto brasileiro, tem-se a adoção de pagamento de dividendos com e sem incidência de tributação.

INDICADORES DE CARACTERÍSTICAS

Para observação de características foram adotados os índices amplos (IBOV, IVBX, SMLL, MLCX), governança corporativa (IGC N1, N2 e NM) e os classificatórios dos setores econômicos, de acordo com a classificação da BM&F Bovespa.

IBOVESPA (IBOV)

Empresas com maior relevância de negociação na bolsa que reflete não apenas as variações dos preços das ações, mas também o impacto da distribuição dos proventos, sendo considerado um indicador que avalia o retorno total de suas ações componentes. Sobre a representatividade desse índice, têm-se as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do índice Bovespa responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na BM & FBOVESPA.

IVBX

Desenvolvido em conjunto pela BM & FBOVESPA e pelo jornal Valor Econômico, para mensurar o retorno de uma carteira hipotética constituída exclusivamente por papéis emitidos por empresas de excelente conceito junto aos investidores, tanto em termos de valor de mercado como de liquidez de suas ações. Assim, a carteira será composta pelas 50 melhores ações cujos índices de negociabilidade estejam classificados a partir da 11ª posição.

SMALL E MLCX

Os índices que mensuram o “tamanho” do valor de mercado de ações. O índice SMLL concentra as empresas consideradas com menor valor de mercado e alta negociação. Enquanto que o índice MLCX, as empresas com maior valor de mercado e alta negociação.

Para composição de tais índices as ações são selecionadas por sua liquidez, e ponderadas nas carteiras pelo valor de mercado das ações disponíveis à negociação. São incluídas nas carteiras desses índices as ações que atenderem a critérios, com base nos doze meses anteriores, em relação a índices de negociabilidade que somados representem 99% do valor acumulado de todos os índices individuais; e a participação em termos de presença em pregão igual a 95% no período.

As empresas que compõem os índices SMALL e MLCX fazem referências a empresas de menor e maior valor de mercado, respectivamente segundo Lintner (1956) a política de dividendos relaciona-se com o ciclo de vida das empresas, já que as mais jovens e menores e as de alto crescimento, tendem a pagar menos dividendos do que as empresas consideradas maiores e mais maduras. As SMALL, as menores empresas, tendem a pagar menores dividendos, pela sua menor capacidade de geração de lucros constantes e com intuito de reinvestir o lucro em projetos. Enquanto que as MLCX, referindo-se a empresas de maior valor, mais maduras e com menos oportunidades de investimento em novos projetos, distribuem, maiores lucros aos investidores.

GOVERNANÇA CORPORATIVA (N1, N2 E NM)

Os níveis diferenciados de governança corporativa 1 e 2 (N1 e N2) — permitem a listagem de companhias com ações sem direito a voto, porém, no N2, em alguns casos, os detentores de ações PN (ações preferenciais) podem votar. Já no N1, verifica-se expressiva melhoria na prestação de informações em comparação ao exigido por lei.

O Novo Mercado (NM) é o principal segmento, o qual abriga companhias que emitem exclusivamente ações com direito a voto (ação ordinária - ON). Além

disso, exige a publicação de informações segundo padrões internacionais ou norte-americanos e a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de conflitos entre acionistas.

Em todos os segmentos, requer-se a manutenção de pelo menos 25% das ações em circulação. As regras para fazer parte desses segmentos vão além das obrigações que as companhias têm perante a lei das sociedades por ações (lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem. Tais regras atraem os investidores ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, reduzindo o risco.

Segundo, Castro Junior e Yoshinaga (2012) argumentam que as informações transmitidas pela variação do pagamento de dividendos devem estar condicionadas à qualidade de governança corporativa adotada pelas empresas. Além disso, a variação dos dividendos em empresas brasileiras com níveis diferenciados de governança corporativa apresenta correlação positiva com os lucros, enquanto que empresas não pertencente a tal classificação possuem uma correlação negativa entre variação dos lucros e dividendos. Eles acreditam que tal comportamento deve ocorrer provavelmente por pressões dos acionistas, quanto ao pagamento de dividendos seguir as perspectivas de maiores lucros futuros, além de teoricamente respeitarem mais os acionistas minoritários. O mesmo já havia sido observado por Choi, Joo e Park (2011) no mercado norte coreano.

SETOR ECONÔMICO

Quanto aos índices setoriais econômicos, têm-se, o índice de energia elétrica (**IEE**), o índice financeiro (**IFNC**), índice materiais básicos (**IMAT**), índice do setor industrial (**INDX**), índice utilidade pública (**UTIL**) e o índice imobiliário (**IMOB**). Cada um desses segmentos apresenta características específicas quanto ao comportamento de pagamento de dividendos, a rentabilidade, a maturidade e principalmente quanto aos riscos inerentes.

A utilização da classificação por setor econômico também é respaldada no estudo de Lintner (1956), resultados diferenciados sobre política e pagamento de dividendos foram encontrados conforme aspectos específicos das empresas e do mercado, levando em consideração o contexto e experiências anteriores vivenciados ao longo da história da empresa.

MÉTODO

O método utilizado foi a pesquisa quantitativa e a observacional. Segundo Creswell (2010), a pesquisa quantitativa é um meio para testar teorias objetivas, examinando a relação entre as variáveis. Trata-se de um teste dedutivo das teorias. Logo, a análise pode ser classificada como hipotético-dedutiva, visto que este ensaio científico exige uma teorização a priori, produz interpretações acerca dos mecanismos dos fenômenos e testa hipóteses com o objetivo de validar modelos. O estudo é observacional, visto que analisa um fenômeno sem influenciar os eventos, descreve os acontecimentos “naturais” e identifica associações entre variáveis. Por fim, trata-se de um estudo transversal, visto que cada unidade de análise é observada somente uma única vez, desta forma o estudo fornece apenas uma indicação da dinâmica e não a dinâmica em si.

AMOSTRA

A amostra foi composta por empresas que compõem os índices *Amplas* (IBOV, MLCX, SMLL, IVBX), *Setoriais* (IEEX, IFNC, IMAT, INDX, UTIL, IMOB) e de *Governança* (IGCX, IGNM), formando um universo de 158 empresas e uma amostra final de 144 empresas. Conforme tratado anteriormente, esses índices foram adotados por serem compostos pelas ações mais representativas da BM&F Bovespa.

Foram retiradas da amostra as empresas que não apresentaram as informações necessárias; as que apresentaram dados significativamente diferenciados e poderiam distorcer os resultados da análise.

São apresentadas a seguir as empresas retiradas:

1. GERDAU MET e ITAUUNIBANCO devido a duplicidade, visto que as empresas fazem parte da Gerdau e do ITAU S/A, respectivamente;
2. As empresas: BR MALLS PAR, CR2, EMBRAER, INEPAR, LOPES BRASIL, PARANAPANEMA, SAO MARTINHO, ENERGIAS BR, GAFISA porque não divulgaram o formulário de referência no período da coleta;
3. A empresa MAGAZINE LUIZA foi retirada da amostra, por realizar pagamento de dividendo atípico no ano de 2011, 2770665% do lucro líquido ajustado;
4. O índice de Governança com tag along diferenciado – ITAG foi retirado da amostra devido a ausência de representatividade, isto provocou a retirada da empresa BANRISUL da amostra, visto que ela só pertencia a este índice específico;
5. A empresa ECORODOVIAS pela sua política de dividendos, adequada à instrução normativa 480/2009, determina o pagamento de dividendos facultativo.

DADOS

Os dados são secundários, visto que foram retirados dos estatutos sociais, dos demonstrativos financeiros padronizados e dos formulários de referência 2013, que continha os dados de 2010 a 2012. Segundo Flick (2013), dados secundários significa reanalisar os dados de outros projetos de pesquisa e os dados produzidos para outros propósitos que não os de pesquisa.

Os formulários de referência foram a principal fonte de captação, uma vez que nele estão reunidas informações para a compreensão e avaliação da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos, tais como, estatuto social, atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, comentários dos administradores sobre o desempenho, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração de sua administração (CVM, 2009).

Os dados levantados sobre a política de dividendos foram o percentual mínimo de distribuição dos lucros e a periodicidade, ambos conforme determinação do estatuto social. Para comparação a estes foram levantados os valores e percentuais efetivamente pagos, levando em consideração a representatividade percentual do lucro e a composição, se juros sobre capital próprio ou dividendos obrigatórios e o resultado do período.

Durante a coleta foi observado que as empresas realizam outra forma de remuneração, que não o JSCP e os dividendos, denominada “outros”, mas não foi considerada para evitar distorção dos resultados.

De posse desses dados e das classificações quanto a índices amplos, setoriais e de governança corporativa, foram desenvolvidas 45 variáveis classificatórias, divididas em 08 grupos apresentadas na Tabela 1 e descritas a seguir, totalizando 6.480 observações. Todas as observações são dicotômicas, recebendo o valor 1 quando a empresa estiver de acordo com a variável e 0 do contrário.

Os dados foram organizados de acordo com a divisão e pertença aos índices amplos, setoriais e de governança estão de acordo com as informações obtidas na BM&FBOVESPA. Quanto ao grupo de dividendos obrigatórios informados no estatuto social, constam as informações referentes aos dividendos mínimos obrigatórios apresentados pelas empresas e se estes são maiores, iguais ou menores que 25% do lucro líquido DMA, DIG e DME, respectivamente. Foi tomado os 25% como base pela Lei 6.404/76 citar este valor quando a empresa não o informar em seu estatuto social.

As variáveis do grupo periodicidade foram formadas pelo período de pagamento informado pelas empresas, no estatuto social, para pagamento dos dividendos, sendo estes, anual, semestral, trimestral ou anual.

Para formação do grupo composição dos dividendos foi observado em cada ano analisado se as empresas pagaram aos acionistas apenas dividendos, apenas juros sobre capital próprio, pagaram ambos ou se não pagaram. Por fim, o grupo prejuízo observa se as empresas tiveram lucro ou prejuízo nos anos avaliados. Este grupo foi incluso com o intuito de melhor entendimento do posicionamento da empresa quando não obtém lucro.

Tabela 1. Descrição das variáveis

<i>Índices Amplos</i>	IBOV	Índice Bovespa
	IVBX	Índice Valor BM&FBOVESPA - 2ª Linha
	MLCX	Mid Large Cap
	SMLL	Small Cap
<i>Índices Setoriais</i>	IEEX	Índice de Energia Elétrica
	UTIL	Índice Utilidade Pública
	IFNC	Índice BM&FBOVESPA Financeiro
	IMAT	Índice Materiais Básicos
	IMOB	Índice BM&FBOVESPA Imobiliário
	INDX	Índice do Setor Industrial
<i>Índices de Governança</i>	NM	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Novo Mercado
	N1 e N2	Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada – Nível 1 e Nível 2
	GCF ou SGC	Governança Corporativa Fraca
<i>Dividendos obrigatórios informados no Estatuto Social</i>	DIG	Dividendos = 25%
	DMA	Dividendos > 25%
	DME	Dividendos < 25%
<i>Periodicidade</i>	Anual	Empresas que informam no Estatuto Social a distribuição de dividendos anual
	Semestral	Empresas que informam no Estatuto Social a distribuição de dividendos semestral
	Trimestral	Empresas que informam no Estatuto Social a distribuição de dividendos trimestral
	Mensal	Empresas que informam no Estatuto Social a distribuição de dividendos mensal
	Sem Periodicidade	Considera as empresas que não informaram a periodicidade no estatuto social.

<i>Dividendos obrigatórios realizados</i>	DIG_2010_Real	Dividendos Realizados = 25% no ano de 2010
	DIG_2011_Real	Dividendos Realizados = 25% no ano de 2011
	DIG_2012_Real	Dividendos Realizados = 25% no ano de 2012
	DMA_2010_Real	Dividendos Realizados > 25% no ano de 2010
	DMA_2011_Real	Dividendos Realizados > 25% no ano de 2011
	DMA_2012_Real	Dividendos Realizados > 25% no ano de 2012
	DME_2010_Real	Dividendos Realizados < 25% no ano de 2010
	DME_2011_Real	Dividendos Realizados < 25% no ano de 2011
	DME_2012_Real	Dividendos Realizados < 25% no ano de 2012
	DZERO_2010_Real	Não houve distribuição de dividendos em 2010
	DZERO_2011_Real	Não houve distribuição de dividendos em 2011
	DZERO_2012_Real	Não houve distribuição de dividendos em 2012
<i>Composição dos Pagamentos</i>	DIV_10	Empresas que pagaram Dividendos no ano de 2010
	DIV_11	Empresas que pagaram Dividendos no ano de 2011
	DIV_12	Empresas que pagaram Dividendos no ano de 2012
	JSCP_10	Empresas que pagaram Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2010
	JSCP_11	Empresas que pagaram Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2011
	JSCP_12	Empresas que pagaram Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2012
	JSCP_DIV_10	Empresas que pagaram Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2010
	JSCP_DIV_11	Empresas que pagaram Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2011
	JSCP_DIV_12	Empresas que pagaram Dividendos e Juros Sobre Capital Próprio no ano de 2012
<i>Prejuízo</i>	Prejuízo 2010	Empresas que apresentaram prejuízos no ano de 2010
	Prejuízo 2011	Empresas que apresentaram prejuízos no ano de 2011
	Prejuízo 2012	Empresas que apresentaram prejuízos no ano de 2012

Fonte: Elaboração Própria

PROCEDIMENTO

Os métodos de análise dos dados foram escalonamento multidimensional (SSA), estatística descritiva e correlação tetracórica, disponíveis no *software* Statistica 10. O SSA permite expressar a estrutura relacional de um conjunto de variáveis de modo a identificar múltiplas formas de classificação e/ou dimensões subjacentes (facetas). Por este método são formados e interpretados escalogramas, a classificação de variáveis e a verificação de categorias, com o intuito de subdividir o espaço do escalograma em facetas (“regiões”) segundo uma lógica de categorização que indiquem a estrutura do conjunto de variáveis na análise. Formando, assim, um mapa das políticas de dividendos das empresas analisadas no período, sem qualquer inferência de obter relações de causa e efeito.

Para calcular a matriz de distância foi utilizado o *Joining (Tree Clustering)*, com o intuito de agrupar variáveis ou observações segundo o grau de associação entre elas e identificar os agrupamentos naturais entre as variáveis estudadas. O procedimento de interligação entre conjuntos de variáveis, ou seja, o algoritmo para a criação de conjuntos foi o método de Ward, que tende a ser preferido em muitas análises científicas tendo em vista a sua eficiência computacional e a sua tendência a criar agrupamentos menores. A medida escolhida foi a *Manhattan (City-Block)* que reflete inversamente a associação entre variáveis, de modo que a maior associação implica numa menor distância. Para análise de correlação das variáveis foi utilizada a correlação tetracórica, por utilizar variáveis ordinais de dois níveis (binárias).

RESULTADOS

Para análise são apresentadas duas vertentes, primeiramente a das informações dispostas no estatuto social quanto ao percentual mínimo de distribuição de dividendos e periodicidade, e a relação desses com os indicadores amplos, de governança e segmento econômico. Posteriormente é adicionada análise da prática de pagamento de dividendos adotada nos anos de 2010, 2011 e 2012.

POLÍTICA ESTATUTÁRIA DE DIVIDENDOS VERSUS ÍNDICES

Esta seção discute a relação entre as empresas que compõem os índices selecionados e os dividendos mínimos obrigatórios e a periodicidade de pagamento de dividendos destacados em seus estatutos sociais.

Para isso, realizou-se inicialmente a estatística descritiva concomitantemente com a correlação tetracórica, conforme a Tabela 2 e a Tabela 3.

Analisando inicialmente os índices amplos, a grande parte das empresas pertencem ao IBOV (29%). Entretanto, o IBOV tem uma alta correlação com o IVBX (97%) e MLCX (83%), logo as empresas pertencentes ao IBOV tendem a pertencer ao IVBX e ao MLCX. Isso é justificado pelos requisitos necessários para compor os índices, que são: elevada capitalização, alta negociabilidade, liquidez e valor de mercado.

Em sentido oposto, as MLCX (30%) e as SMLL (34%) possuem uma correlação perfeitamente negativa de entre si, logo as empresas não podem pertencer aos dois índices de modo concomitantemente.

Com relação ao segmento econômico das empresas que compõem a amostra, os índices mais representativos são INDX (23%) e IMOB (10%). Todavia, vale ressaltar que o INDX e o IMAT possuem uma elevada correlação (74%), logo as empresas pertencentes a INDX, tendem a pertencer a IMAT. De modo semelhante, as IEEEX e as UTIL apresentam uma correlação perfeitamente positiva.

Quanto ao nível de governança, 81% da amostra estão contidas no Novo Mercado, que, por sua vez, representam as empresas inseridas nos índices IVBX, SMLL, IMOB por apresentarem uma alta correlação positiva.

Sobre o percentual de distribuição dos dividendos e sua periodicidade, 83% da amostra tem em seu estatuto a determinação de distribuição de 25% do lucro líquido ajustado como dividendo mínimo obrigatório e 56% da amostra uma periodicidade anual de pagamento. Esses resultados levam ao entendimento da existência de uniformização da política de dividendos das empresas estudadas, principalmente quanto ao percentual mínimo de dividendos.

Tabela 2. Correlação Tetracórica

	IBOV	MLCX	SMLL	IVBX	IEEX	IFNC	IMAT	IMOB	INDX	UTIL	N1 e	NM	SCG	DME	DIG	DMA	Anual	Sem	Trim	Mensal
IBOV	1,00	0,83	-0,39	0,97	0,56	0,79	0,33	0,12	0,30	0,23	-0,16	0,16	-0,11	-1,00	-0,02	0,07	-0,11	0,39	-0,12	1,00
MLCX	0,83	1,00	-1,00	0,67	-0,11	0,70	0,56	-0,24	0,35	0,29	0,12	-0,26	0,38	-1,00	-0,20	0,26	-0,22	0,42	0,04	1,00
SMLL	-0,39	-1,00	1,00	-0,18	0,54	-0,33	-0,13	0,67	-0,13	0,21	-1,00	1,00	-1,00	1,00	0,14	-0,27	0,31	-0,48	-0,35	-1,00
IVBX	0,97	0,67	-0,18	1,00	-1,00	0,24	0,07	0,31	0,44	-0,21	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-0,08	0,12	-0,02	0,36	-0,15	-1,00
IEEX	0,56	-0,11	0,54	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	0,23	0,36	-1,00	-1,00
IFNC	0,79	0,70	-0,33	0,24	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	0,10	0,14	-1,00	-1,00	-0,37	0,40	-0,33	0,00	0,14	1,00
IMAT	0,33	0,56	-0,13	0,07	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	0,74	-1,00	0,66	-0,49	-1,00	-1,00	-0,59	0,62	-0,05	0,21	-1,00	-1,00
IMOB	0,12	-0,24	0,67	0,31	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	0,26	-1,00	-0,19	0,42	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	0,36	-0,29	-0,15	-1,00
INDX	0,30	0,35	-0,13	0,44	-1,00	-1,00	0,74	0,26	1,00	-1,00	-0,52	0,30	0,02	-1,00	-0,17	0,22	0,07	0,30	-0,49	-1,00
UTIL	0,23	0,29	0,21	-0,21	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	0,03	-0,15	0,26	-1,00	-0,29	0,32	-0,17	-0,08	0,64	-1,00
N1 e NM	-0,16	0,12	-1,00	-1,00	-1,00	0,10	0,66	-0,19	-0,52	0,03	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-0,62	0,65	-0,13	-0,37	0,51	1,00
NM	0,16	-0,26	1,00	1,00	1,00	0,14	-0,49	0,42	0,30	-0,15	-1,00	1,00	-1,00	1,00	0,47	-0,51	0,39	0,30	-0,41	-1,00
SCG	-0,11	0,38	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	0,02	0,26	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	0,14	-0,11	-0,71	-0,14	0,00	-1,00
DME	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00
DIG	-0,02	-0,20	0,14	-0,08	1,00	-0,37	-0,59	1,00	-0,17	-0,29	-0,62	0,47	0,14	-1,00	1,00	-1,00	0,41	-0,25	0,00	-1,00
DMA	0,07	0,26	-0,27	0,12	-1,00	0,40	0,62	-1,00	0,22	0,32	0,65	-0,51	-0,11	-1,00	-1,00	1,00	-0,36	0,28	0,03	1,00
Anual	-0,11	-0,22	0,31	-0,02	0,23	-0,33	-0,05	0,36	0,07	-0,17	-0,13	0,39	-0,71	-1,00	0,41	-0,36	1,00	-1,00	-1,00	-1,00
Semestral	0,39	0,42	-0,48	0,36	0,36	0,00	0,21	-0,29	0,30	-0,08	-0,37	0,30	-0,14	-1,00	-0,25	0,28	-1,00	1,00	-1,00	-1,00
Trimestral	-0,12	0,04	-0,35	-0,15	-1,00	0,14	-1,00	-0,15	-0,49	0,64	0,51	-0,41	0,00	-1,00	0,00	0,03	-1,00	-1,00	1,00	-1,00
Mensal	1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00

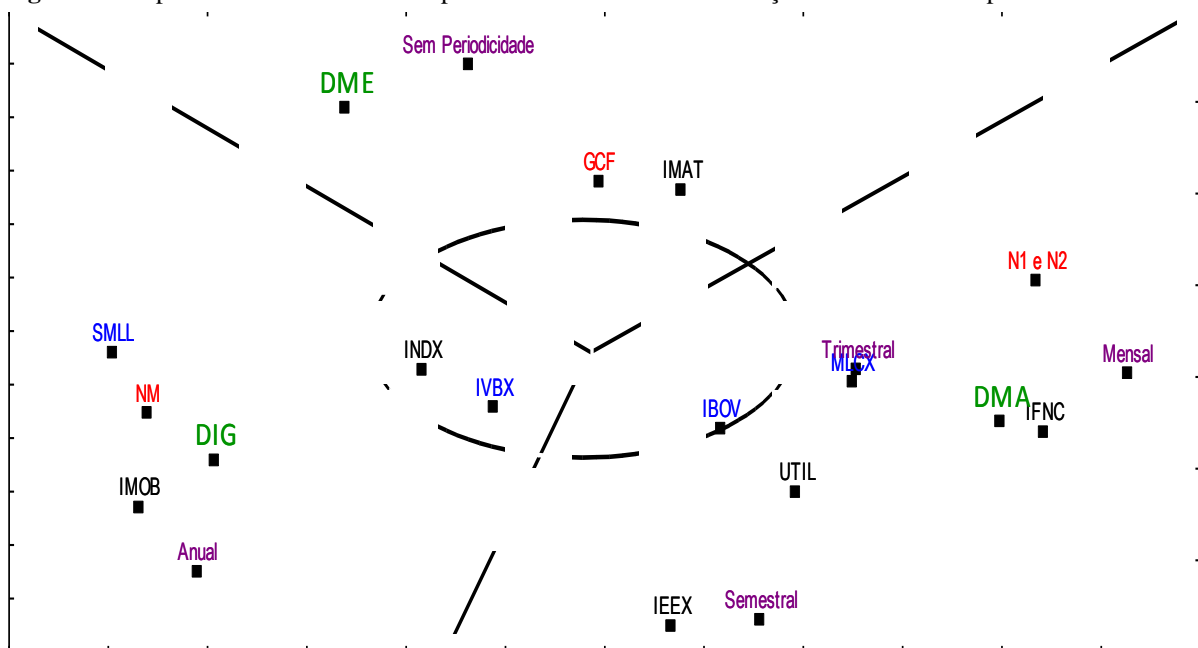
Tabela 3. Estatística descritiva da amostra

	N Válidos	Média	Mínimo	Máximo
IBOV	144	0,29	0,00	1,00
IVBX	144	0,20	0,00	1,00
MLCX	144	0,31	0,00	1,00
SMLL	144	0,34	0,00	1,00
IEEX	144	0,04	0,00	1,00
IFNC	144	0,04	0,00	1,00
IMAT	144	0,06	0,00	1,00
IMOB	144	0,10	0,00	1,00
INDX	144	0,23	0,00	1,00
UTIL	144	0,07	0,00	1,00
N1 e N2	144	0,13	0,00	1,00
NM	144	0,81	0,00	1,00
GCF	144	0,07	0,00	1,00
DME	144	0,05	0,00	1,00
DIG	144	0,83	0,00	1,00
DMA	144	0,13	0,00	1,00
Anual	144	0,56	0,00	1,00
Semestral	144	0,13	0,00	1,00
Trimestral	144	0,09	0,00	1,00
Mensal	144	0,01	0,00	1,00
Sem Periodicidade	144	0,21	0,00	1,00

Fonte: Elaboração Própria

Isso posto, foi feito o escalonamento multidimensional, conforme Figura 1, afim de formar grupos com política estatutária de dividendos. Nisso, é possível observar a formação de quatro grupos com características específicas de percentual mínimo de distribuição de dividendos e periodicidade, bem como uma relação entre estes, localizados ao centro, no canto superior e nas extremidades da esquerda e da direita. Esse resultado já corrobora com o esperado de se ter uma política de dividendos conforme características específicas das empresas, estando de acordo com os achados de Lintner (1956).

Figura 1. Grupos com características de percentual mínimo de distribuição de dividendos e periodicidade



SSA 3D – Distância 1 - Tetracórica – Amalgamação de Ward – Alienação =.20 e Estresse=.16

Voltando-se inicialmente aos grupos das extremidades laterais tem-se no canto esquerdo as empresas que se comprometem em distribuir dividendos anualmente e uma parcela mínima de 25% do seu lucro líquido ajustado (DIG). Sendo essas empresas as de nível de governança corporativa diferenciado, o novo mercado (NM), com ações de menor valor de mercado (SMLL) e as empresas do ramo imobiliário (IMOB).

Esses achados levaram ao entendimento que empresas classificadas no maior nível de governança corporativa tendem mais a uniformização da política de pagamento de dividendos em 25% do lucro líquido ajustado, porém, com os

dados utilizados não é possível chegar a uma justificativa sólida para esta tendência. Nessa mesma uniformização estão as empresas de menor valor, que podem tomar este posicionamento para não se diferenciar da tendência de mercado de política de pagamento de dividendos e não serem “mal vistas” pelos investidores. Enquanto as empresas do índice imobiliário entende-se que estas estão alocadas neste grupo por serem em sua grande maioria, 62%, classificadas como SMLL, além disso, em decorrência do crescimento imobiliário das últimas décadas e, com isso, a possibilidade de investimentos, optam por uma política de dividendos mínima, conforme prática no mercado.

No grupo situado no canto direito estão as empresas que se comprometem em distribuir mais do que 25% do lucro líquido ajustado e em mais de uma parcela ao ano (mensal, trimestral e semestral). Estando neste grupo as empresas com nível 1 e 2 de governança corporativa (N1 e N2), as empresas de ações com maior valor de mercado (MLCX) e as demais empresas do segmento econômico de energia elétrica, financeira e utilidade (IEEX; IFNC; UTIL). Esses resultados demonstram que empresas classificadas em níveis menos elevados de governança corporativa pagam maiores dividendos, porém, a pertença a qualquer um desses dois níveis não traz informações diferenciadas de política de dividendos. Sobre as empresas de maior valor (MLCX), este composto em sua grande parte por empresas financeiras e de utilidade, podendo confirmar que empresas maiores, mais maduras tendem a distribuir maior percentual de dividendos. Outra perspectiva para este grupo pode ser tomada, sobre o risco, pois empresas financeiras (principalmente) e elétricas estão envolvidas em um ambiente de risco operacional e legal diferenciados, bem como, a pertença a um nível inferior de governança corporativa também leva ao entendimento de maior risco ao investidor, essas observações podem levar em consideração que a política de pagamento de dividendos é adotada sob a perspectiva de risco para o investidor.

No grupo situado na parte superior da figura estão as empresas que não informam a periodicidade de pagamento dos dividendos e se comprometem em distribuir aos sócios menos que 25% do lucro, essas empresas tendem a não pertencer a níveis diferenciados de governança corporativa (GCF) e pertencem ao índice IMAT (Materiais Básicos). Sobre este resultado pode-se entender

que essas empresas dão margem a maiores conflitos de agência, pois ao mesmo tempo em que são menos claras com os seus *stakeholders*, por menores práticas de governança corporativa, se comprometem em pagar menores dividendos, o que pode gerar maiores caixas disponíveis aos gestores e consequentemente ações em proveito próprio e inadequadas a geração de riqueza das empresas, prejudicando o interesse dos acionistas.

Ao centro têm-se as empresas pertencentes aos índices amplos INDX, IVBX e IBOV, o que significa estarem estes grupos transitando pelos outros três. Acredita-se que isto ocorra por esses índices serem compostos por empresas de tamanho e segmentos diversos, confirmando mais uma vez a expectativa do estudo.

DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS VERSUS POLÍTICA ESTATUTÁRIA E ÍNDICES

A segunda parte desta análise adiciona os dividendos de fato distribuídos e a composição dos mesmos, a análise da relação entre as empresas que compõem os índices selecionados, os dividendos mínimos obrigatórios e a periodicidade destacados em seus estatutos sociais.

De acordo com a estatística descritiva, exposta na Tabela 4, observa-se que a maioria das empresas pagou percentual de dividendos maior que 25% do lucro líquido nos três anos consecutivos. Porém, o número de empresas que deixou de distribuir dividendos ao longo dos anos analisados sofreu um aumento crescente, este achado corrobora com Fama e French (2001) e Baker e Wugler (2004), que identificaram em seus estudos uma redução significativa do número de empresas que pagaram dividendos ao longo do tempo.

Quanto a composição dos pagamentos, a maioria das empresas tende a pagar apenas dividendos ou mesclam seus pagamentos com JSCP e dividendos. Com isso é possível destacar que apesar da certa “vantagem” tributária dos JSCP, as empresas tem sido cautelosas a sua adoção. Uma explicação plausível pode ser pela desvantagem tributária para os investidores em forma de pessoa jurídica, pois teriam que recolher além do imposto de renda e contri-

buição social sobre o JSCP também teria obrigação com outros tributos como o PIS e o COFINS, remetendo a teoria de Elton e Gruber (1970).

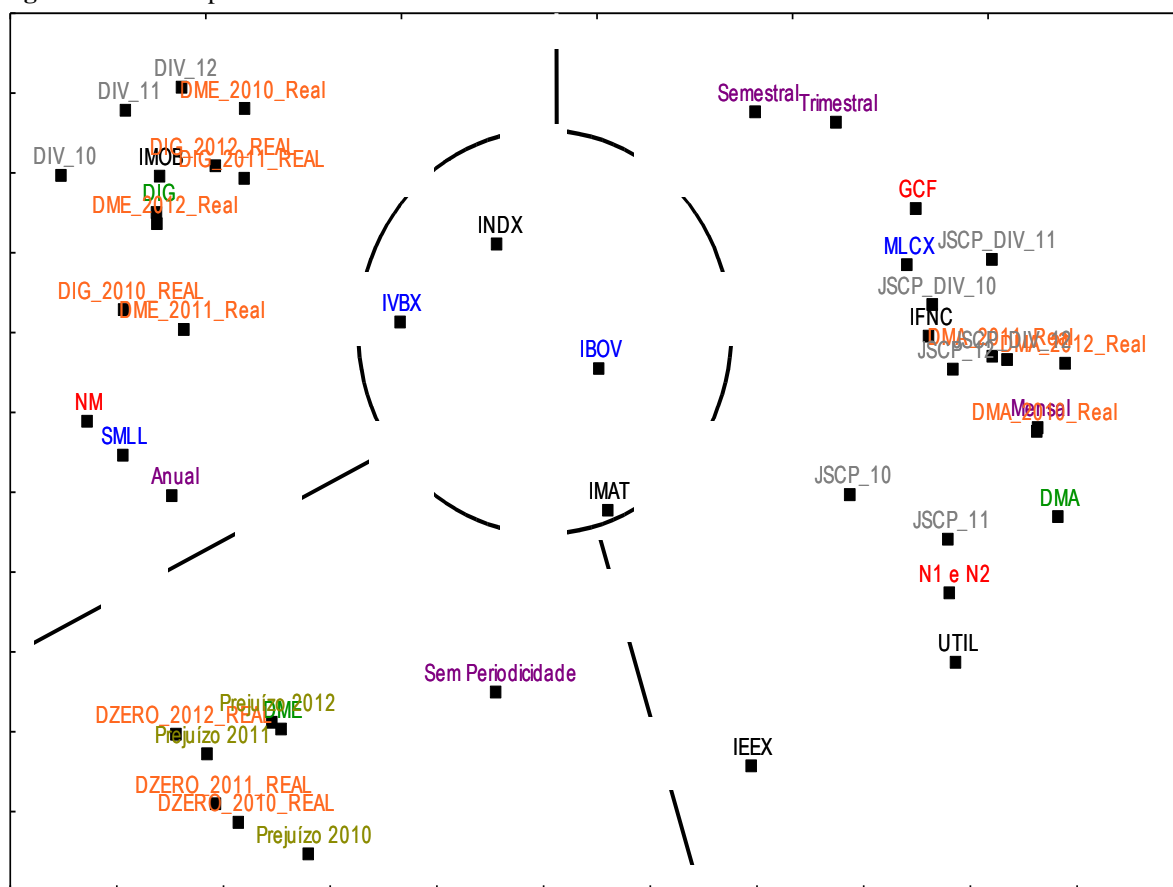
Tabela 4. Estatística descritiva da avaliação da distribuição de dividendos e sua composição

	N Válidos	Média	Mínimo	Máximo
DMA_2010_Real	144	0.54	0.00	1.00
DME_2010_Real	144	0.06	0.00	1.00
DIG_2010_REAL	144	0.17	0.00	1.00
DZERO_2010_REAL	144	0.23	0.00	1.00
Prejuízo 2010	144	0.13	0.00	1.00
JSCP_10	144	0.09	0.00	1.00
DIV_10	144	0.28	0.00	1.00
JSCP_DIV_10	144	0.26	0.00	1.00
DMA_2011_Real	144	0.60	0.00	1.00
DME_2011_Real	144	0.05	0.00	1.00
DIG_2011_REAL	144	0.10	0.00	1.00
DZERO_2011_REAL	144	0.25	0.00	1.00
Prejuízo 2011	144	0.17	0.00	1.00
JSCP_11	144	0.12	0.00	1.00
DIV_11	144	0.23	0.00	1.00
JSCP_DIV_11	144	0.24	0.00	1.00
DMA_2012_Real	144	0.55	0.00	1.00
DME_2012_Real	144	0.04	0.00	1.00
DIG_2012_REAL	144	0.13	0.00	1.00
DZERO_2012_REAL	144	0.28	0.00	1.00
Prejuízo 2012	144	0.20	0.00	1.00
JSCP_12	144	0.06	0.00	1.00
DIV_12	144	0.26	0.00	1.00
JSCP_DIV_12	144	0.26	0.00	1.00

Fonte: Autores (2014)

Apresentada a estatística descritiva da tabela 4, apresenta-se o escalonamento multidimensional com análise baseada nas teorias das facetas, apresentado na Figura 2.

Figura 2. Perfil da política de dividendos



SSA 3D – Distância 1 – Tetracórica – Amalgamação de Ward – Alienação=.20 e Estresse=.17

Ademais, a figura 2 apresenta quatro grupos bem definidos quanto a característica de pagamento de dividendos e ao cumprimento da política de dividendos constante no estatuto social e os índices Bovespa, um grupo localizado no canto superior esquerdo, outro grupo no lado direito, o terceiro grupo no canto inferior esquerdo e o último ao centro.

No canto superior esquerdo estão empresas que pagaram percentual de dividendos igual ou menor que 25% do lucro líquido ajustado. Essas empresas tendem àquelas que se comprometeram, em seu estatuto social, em pagar anualmente pelo menos 25% do lucro líquido ajustado como dividendos. Nesse grupo estão as empresas de maior nível de governança corporativa, de menor valor de negociação e empresas do segmento imobiliário. Também pode ser destacado que essas empresas optaram por remunerar os sócios apenas

com dividendos, não adotando os JSCP, essa decisão pode ter sido tomada para não haver maior redução do valor recebido pelos sócios pela retenção de tributos, já que menor percentual do lucro líquido ajustado foi distribuído pelas empresas.

Sobre o grupo localizado a direita, estão as empresas que se comprometeram a pagar um dividendo maior do que 25% do lucro líquido ajustado, destacando-se que assim o fizeram. Para realização deste pagamento, as empresas estudadas tenderam a utilizar os JSCP, essa adoção pode ter ocorrido com o intuito de desonerar o pagamento diferenciado de dividendos com a economia tributária, ou, do contrário, a economia tributária pode ter sido repassada como pagamento incremental de percentual de dividendos. Esse grupo continua sendo formado por empresas de maior valor de negociação, empresas de níveis 1 e 2 de governança corporativa, financeiras, elétricas e de utilidade pública.

O terceiro grupo, localizado no canto inferior esquerdo mostra que o não pagamento de dividendos está fortemente relacionado a empresas que informam dividendos mínimos menores que 25%, a empresas que não determinam a periodicidade de pagamento em seus estatutos sociais e a empresas que tiveram prejuízo no exercício. Também foi observado que o não pagamento de dividendos não se relaciona ao segmento econômico a que as empresas pertencem. Esse resultado reflete mais uma uniformização do pagamento de dividendos, tendo em vista que a realização de pagamento de dividendos está relacionado a ocorrência de lucro no período e que as empresas não tendem a manter o pagamento de dividendos quando há prejuízo, independente do setor econômico ou nível de governança corporativa.

Por fim, ao centro, observa-se que os índices que estão no centro – IBOV, INBX, INDX e IMAT - não possuem um perfil bem definido, esse achado é semelhante a análise da política de dividendos.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Através das características específicas de segmento econômico, valor de negociação de mercado e nível de governança, o estudo traçou o perfil da política de dividendos das empresas observadas, no período de 2010 a 2012. Ademais, a pesquisa contrapôs as informações contidas no estatuto social com a prática exercida pelas empresas, a fim de verificar a veracidade e o grau de confiabilidade das informações divulgadas. Em um contexto geral, os resultados encontrados corroboram com o tratado de Lintner (1956) que a política e pagamento de dividendos dependem de características específicas das empresas.

Quanto à análise da política de dividendos, foi observada uma uniformização de um pagamento de dividendos mínimos de 25% do lucro líquido ajustado e de uma periodicidade anual pela grande maioria das empresas. Diante dessa forte uniformização de *payout*, entende-se que os gestores das empresas brasileiras se preocupam mais com a adequação ao “ambiente mercadológico da política de dividendos” do que com a adequação a características próprias das empresas.

Essa uniformização pode indicar também uma tendência ao efeito clientela e sinalização, mas estes vistos sob a ótica do *payout*. Sob estes aspectos é entendido que os gestores tendem a adotar dividendos mínimos de 25% para que a empresa se mantenha uniforme no mercado e sinalize estar em condições de igualdade às demais empresas, dando, assim, aos acionistas certa segurança de remuneração. Por outro lado, quando há um comprometimento de *payout* mínimo maior do que os 25% a empresa sinaliza ao mercado que está exposta a maiores riscos específicos, como o legal e o operacional vivenciados pelas empresas de energia elétrica e financeiras, porém, se compromete em remunerar os acionistas por este risco, com o pagamento desse maior *payout*. Porém, quando empresas se comprometem a pagar percentual menor do que os 25% e não adotam práticas diferenciadas de governança corporativa, não há sinal de menores riscos específicos, ou menor interesse no efeito clientela, mas sinais de maiores riscos de agência por comprometimento da clareza com

os *stakeholders* e maior retenção de caixa possibilitando o uso indevido pelos gestores.

O efeito clientela também pode ser observado com a resistência das empresas em remunerarem seus sócios com JSCP, o fazendo apenas quando há pagamento superior de *payout*, levando ao questionamento se essa resistência ocorre pela maioria dos investidores que possuem personalidade jurídica. Porém para que esta constatação seja fortalecida faz-se necessário o estudo da composição de capital.

Ademais, deve-se ressaltar que os achados desse estudo são limitados e merecem aprofundamento com a ampliação da amostra e do período estudado, bem como a investigação de outras características que possibilitem maior robustez dos resultados, como especificidades dos níveis diferenciados de governança corporativa e tipos de risco.

Por fim, é importante observar que, pelas técnicas metodológicas adotadas, não há possibilidade de previsibilidade de pagamento de dividendos nem de obter relações de causa e efeito. Contudo, este estudo permite evidenciar as características da amostra estudada, ressaltando que os resultados obtidos indicam variáveis e características possíveis de exploração em pesquisas futuras.

REFERÊNCIAS

- AL-MALKAWI, H.N., RAFFERTY, M. & PILLAI, R. Dividend policy: A review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration*, Iss 9, 2010
- BAKER, M.; WURGLER, J. Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, v. 73 p. 271–88, jun 2004.
- BATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, 259-270, 1979.

- BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução Normativa nº 480 de 07 de dezembro de 2009. Lex: Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários.
- BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Lex: Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Diário oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 1976.
- BRASIL. Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995. Lex: Altera a legislação do imposto de renda de pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Diário oficial da República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 1995.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart, C.; ALLEN, Franklin. Princípios de finanças corporativas. 8aEd.São Paulo: McGraw-Hill, 2008
- CASTRO JUNIOR, F. H. F.; YOSHINAGA, C. E. Variação dos dividendos sinalizam lucratividade futura de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa. SBFIN, Rio de Janeiro, 2012.
- CHOI, Y., Joo, H. & PARK, Y. Do dividend changes predict the future profitability of firms? *Accounting & Finance*, 51 (4), 869–891, 2011.
- CRESWELL, John W. Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto. 3a Ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.
- ELTON, E.; GRUBER, M. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, v. 52, n.º 1, p. 68-74, 1970.
- EASTERBROOK, Frank H. Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review*, v. 74, p. 650-659, 1984.
- FAMA, E. e K. FRENCH. Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, v. 60 p. 3–43, abr. 2001.

- FLICK, Uwe. Introdução à metodologia de pesquisa: um guia para iniciantes. Porto Alegre: Penso, 2013.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. V. 3. p. 305 – 360, 1976.
- LINTNER, John. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46 no. 2, 1956, 97--113.
- MILLER, M.H. & MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), pp. 411-433, 1961.
- ROSS, S. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, p. 23-40, Spring 1977.