

A CONTROVÉRSIA SOBRE OS DIVIDENDOS

Artur Olavo Ferreira

Aluno do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis na UERJ

1 INTRODUÇÃO

A política de distribuição de dividendos consiste na decisão entre as opções de reinvestir o lucro ou distribuí-lo aos acionistas.

Gitman (1997, p.18) afirma ser objetivo do administrador financeiro maximizar a riqueza dos proprietários, acrescentando ainda que no caso de Sociedade por Ações, o preço da ação no mercado é o melhor indicador dessa riqueza.

A grande questão que envolve o tema é a capacidade da política de dividendos de alterar o valor da empresa. Existem muitos estudos a respeito do assunto, apresentando diversas teorias sobre a política de dividendos das empresas e seus possíveis reflexos no preço das ações.

A maioria dos trabalhos teóricos existentes tomam por base a realidade norte-americana, que apresenta significativas diferenças em relação à realidade nacional.

O objetivo deste trabalho é discutir as teorias existentes sobre a relevância da política de dividendos sobre o valor da empresa, bem como apresentar alguns estudos sobre o tema no Brasil.

2 TEORIAS EXISTENTES

De acordo com Brealey e Myers (1992,

p. 423), existem três grupos que se posicionam distintamente a respeito da influência da política de dividendos sobre o valor da empresa

À direita, existe um grupo conservador que acredita que um aumento dos dividendos aumenta o valor da empresa. À esquerda, existe um grupo radical que acredita que um aumento da distribuição de dividendos reduz o valor. E, ao centro, existe um grupo intermediário que defende que a política de dividendos não tem qualquer relevância.

Fernandéz (2001, p. 5) relaciona os direitistas com a teoria do pássaro na mão, os esquerdistas com a da preferência tributária e os centristas com a da irrelevância dos dividendos. Nesta seção serão estudadas tais teorias.

2.1 Teoria da Irrelevância dos Dividendos

Essa teoria, a qual tem como principais idealizadores Franco Modigliani e Merton Miller (MM), afirma que a distribuição ou não de dividendos não tem qualquer influência sobre o preço das ações.

Seus defensores alegam que a distribuição de dividendos só deve ocorrer quando não existir para a empresa uma oportunidade de investimento com retorno

melhor do que aquele que o próprio acionista conseguiria,

... coerente com a teoria residual, a qual enfatiza a necessidade de empreender as melhores decisões de investimento com o objetivo de maximizar o valor das ações. (Gitman, 1997, p.517)

Assim sendo, a partir do momento em que a empresa define sua política de investimento e de financiamento, a política de dividendos torna-se irrelevante.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 378), MM utilizam-se das seguintes hipóteses:

- a) Não há imposto de renda para pessoas físicas ou jurídicas;
- b) Não existem custos de transação (p.e., taxas de corretagem ou custos de emissões);
- c) Os indivíduos e empresas possuem expectativas homogêneas em relação aos investimentos, lucros e dividendos futuros;
- d) A política de investimento da empresa é fixada com antecedência, e não é alterada por mudanças de política de dividendos.

Para Fernández (2001, p. 6), a teoria da irrelevância dos dividendos é uma consequência lógica da conclusão alcançada nos trabalhos de MM acerca do efeito da estrutura de capital sobre o valor da empresa.

Brigham e Houston (1999, p. 496) entendem que as hipóteses dessa teoria estão muito distante da realidade de investidores e empresas. "... de forma que a teoria MM, de irrelevância, pode muito bem não ser verdadeira." Dentre as imperfeições existentes no mercado destacam-se a existência de custos de transações e de emissões e a assimetria de informações.

2.2 Teoria do Pássaro na Mão

Esta teoria tem como principais

defensores Myron J. Gordon e John Lintner, e seu argumento básico é que os investidores preferem dividendos correntes a outros ganhos futuros, pois eles são avessos ao risco. Portanto, acredita-se que os pagamentos de dividendos correntes reduzem as incertezas dos investidores, e estes, por conseguinte, exigem uma taxa de retorno menor, aumentando o valor da empresa.

A alcunha dessa teoria foi dada por MM, remetendo ao dito popular "mais vale um pássaro na mão do que dois voando". Segundo MM tal argumento é uma falácia.

... porque, na opinião deles, a maioria dos investidores planeja reinvestir seus dividendos em ações da mesma empresa ou de empresas similares e, de qualquer forma, o grau de risco dos fluxos de caixa da empresa para os investidores, no longo prazo, é determinado pelo grau de risco dos fluxos de caixa operacional e não da política de distribuição de dividendos. (Brigham e Houston, 1999, p. 496)

Gitman (1997, p. 517) afirma que

os numerosos estudos empíricos sobre a relevância dos dividendos não conseguiram prover evidências conclusivas que sustentem esse argumento intuitivamente atraente.(grifo do autor).

2.3 Teoria da Preferência Tributária

O retorno auferido pelo acionista pode ser segregado em dois tipos: o recebimento de dividendos e o ganho de capital referente à alteração do valor das ações. Assim, a diferença na tributação sobre os esse tipos de ganho interfere na predileção do investidor entre receber um dividendo maior ou menor.

Investidores, no limite de uma alíquota de imposto de renda, podem preferir não receber dividendos que o façam mudar de faixa, enquanto um tipo de investidor que possua algum tipo de isenção fiscal prefere receber a

maior parcela possível de dividendos. Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 387), citam como exemplo os aposentados e pensionistas, que preferem receber mais dividendos presentes do que retardar o seu ganho através da valorização do preço da ação ou maiores dividendos futuros.

Uma outra questão a ser considerada é o valor do dinheiro no tempo, pois os impostos pagos sobre os dividendos são efetuados à medida em que são auferidos, enquanto os incidentes sobre o ganho de capital somente são exigidos quando de sua realização. Quando um investidor realizar seus lucros por meio da venda de ações, estará postergando o pagamento de tributos.

No caso do Brasil a realidade tributária é diferente, não existindo, por exemplo, a tributação dos dividendos. Essa e outras particularidades serão estudadas na seção 7 deste trabalho.

Não existe um consenso sobre determinada teoria nem uma refutação empírica de outra teoria. Com nos diz Gitman,

... na prática, as atitudes dos administradores financeiros e acionistas tendem a sustentar a crença de que a política de dividendos afeta o valor da ação. (1997, p. 517)

3 OUTRAS QUESTÕES REFERENTES AOS DIVIDENDOS

Além das teorias já analisadas, existem dois importantes tópicos a serem enfocados em relação ao tema: o conteúdo informacional (ou hipótese de sinalização) e o efeito clientela.

3.1 Conteúdo informacional

A hipótese do conteúdo informacional indica que informações importantes estão contidas nas declarações de dividendos. Um aumento nos dividendos superior ao esperado pelo mercado elevaria o preço da ação da empresa, visto que os investidores entenderiam o aumento como um sinal positivo da saúde da

empresa. Em contrapartida, a queda nos dividendos declarados pode indicar uma previsão de lucros futuros mais baixos, o que iria deprimir o valor da ação.

MM reconhecem o conteúdo informacional presente na declaração de dividendos, porém afirmam que a reação dos investidores não indica o fato de estes preferirem dividendos à retenção de lucros. (Brigham e Houston, 1999, p. 500)

3.2 Efeito clientela

O efeito clientela refere-se ao fato de existirem investidores no mercado com preferências distintas. Uns preferem altas taxas de dividendos e outros tantos privilegiam o ganho de capital.

Os investidores que preferem altos dividendos compram ações de empresas com altas taxas de distribuição, enquanto os que preferem os ganhos de capital dão prioridade à aquisição de ações das empresas com baixa taxa de distribuição de dividendos. Assim, se a empresa resolver alterar a sua política de dividendos, pode ocasionar descontentamento aos seus acionistas e não, necessariamente, atrair outros acionistas. Tal fato é agravado, principalmente, se a oferta e a procura de ações com o novo perfil de distribuição estiverem equilibradas.

Supondo uma empresa que resolva aumentar a sua taxa de distribuição de dividendos, os seus acionistas poderiam incorrer em tributos sobre dividendos por eles não desejados. Um movimento da empresa no sentido contrário faria com que os investidores detetores de dividendos recebidos como uma fonte permanente de renda, sejam obrigados a vender parte de suas ações para suprir suas necessidades de caixa, incorrendo em custos de corretagem e impostos sobre ganhos de capital. Isto sugere que as empresas devem estabelecer a sua política específica de dividendos e não alterarem-na freqüentemente, porque essas mudanças acarretam custos de corretagem e pagamentos de impostos para os acionistas.

4 TIPOS DE POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Gitman (1997, p. 522) diz que a política de dividendos deve ser definida tendo por base dois objetivos: maximizar a riqueza dos acionistas e fornecer financiamentos suficientes para a empresa.

Brigham e Houston ao analisarem essa questão, à luz do modelo de Gordon, para precificação de ações ($P_0 = D_1 / (k_s - g)$), mostram que, se o aumento da distribuição de dividendos (D_1) eleva o preço da ação, em contrapartida haverá menos fundos disponíveis para reinvestimento, impactando na queda do crescimento esperado (g) e, por conseqüência, reduzindo o preço da ação. Desta forma, o autores definem que

A política ótima de dividendos para uma empresa é aquela que atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro que maximiza o preço da ação. (1999, p. 495)

Como já exposto anteriormente, o mercado reconhece que a política de dividendos possui um conteúdo informacional e baseado nessa premissa faremos a análise dos três principais tipos de política de dividendos.

4.1 Política de índice de dividendos constante

Consiste em distribuir uma proporção fixa do lucro obtido como dividendo. Esta política tem como vantagem pagar os dividendos de acordo com a situação real de cada exercício financeiro.

A principal desvantagem é o risco de grande variação nos dividendos, pois os lucros podem ser afetados por diversos fatores em cada exercício. Essa variação gera incerteza por parte do acionista, incidindo negativamente sobre o preço das ações.

4.2 Política de dividendos regulares

A empresa paga um valor fixo a título de dividendos ao final de cada exercício. As contas de reserva servem para fazer o equilíbrio entre o total apurado, do lucro, e o total distribuído aos acionistas, recebendo o excesso e suprindo as faltas porventura existentes.

Geralmente, a estabilidade nos dividendos distribuídos é identificada pelo mercado como solidez na situação da empresa, influenciando positivamente o preço da ação. Entretanto, se a empresa passar por uma crise mais longa não terá capacidade financeira para sustentar tal política.

A alteração do montante distribuído aos acionistas dá-se quando os gestores reconhecem que alteração no patamar de lucro tem um caráter permanente. Fernández (2001, p.3) cita existirem investidores institucionais que só podem investir em ações que possuam uma remuneração considerada estável.

4.3 Política de dividendo regular-baixo-mais-extra

Tendo em vista a rigidez da política de dividendos regulares, algumas empresas optam por distribuir um valor baixo como dividendo regular e um dividendo adicional variável de acordo com o resultado do exercício. Na adoção dessa política é importante sempre ressaltar a parcela, extraordinária.

O valor do dividendo regular dá a estabilidade de uma renda mínima para o investidor, que poderá também compartilhar dos lucros auferidos a cada exercício de acordo com o desempenho da empresa. Do ponto de vista da empresa esta política possui a vantagem de dar uma maior flexibilidade aos gestores, principalmente nos anos em que tenham um resultado ruim.

Quando a administração da empresa reconhecer uma alteração de caráter permanente no patamar de lucros, deve ajustar o valor pago a título de dividendo regular, ao invés de pagá-lo como extraordinário, sob o

risco deste ficar sem significado, pois o investidor ao receber o dividendo extra em anos consecutivos tende a considerá-lo como ordinário, sendo que, quando não for pago esse tipo de dividendo, poderá reverter suas expectativas em relação a empresa, reduzindo o preço das ações.

Após o estudo dos diversos tipos de política de dividendos, é importante verificar como se comporta, na prática, essa política. Tal experiência nos é dada pelo modelo de Lintner.

5 O MODELO DE LINTNER

Baseado em uma série de entrevistas a gestores de empresas sobre suas políticas de dividendos, Lintner (1956) indicou quatro pontos-chaves que norteavam a definição das políticas:

- a) Toda empresa tem uma taxa objetiva de distribuição de longo prazo;
- b) As variações dos dividendos pagos são mais importantes do que os valores em si;
- c) As alterações dos dividendos buscam acompanhar as modificações de lucros acreditadas como continuadas a longo prazo; e
- d) Os gestores relutam em fazer alterações que possam vir a ser canceladas, em especial reversão de aumento nos dividendos.

Tendo por base estes pontos-chaves, Lintner desenvolveu um modelo linear que busca explicar o movimento dos dividendos, utilizando-se de dois parâmetros: o índice desejado de distribuição (t) e a velocidade de ajustamento dos dividendos (s).

$$\text{Div}_1 - \text{Div}_0 = s \times (t \times \text{LPA}_1 - \text{Div}_0)$$

Empresas com perfil mais conservador tendem a possuir uma velocidade de ajustamento (s) mais baixa, enquanto nas empresas menos conservadoras o parâmetro s fica mais próximo de 1.

De acordo com o modelo, as alterações na distribuição de dividendos são suavizadas com relação às alterações nos lucros. Um crescimento no montante de lucros gera um aumento em menor proporção nos dividendos, e uma queda nos lucros não é repassada totalmente para os dividendos.

Fernandéz (2001, p. 1), Brealey e Myers (1992, p. 422) e Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 392) afirmam que o extenso estudo de Fama e Babiak corroborou empiricamente o modelo de Lintner.

6 FATORES QUE AFETAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Já foram discutidos neste trabalho, as teorias sobre a política de dividendos, os tipos de política de dividendos e o modelo de Lintner de comportamento dos dividendos. Porém, existem alguns fatores que também são levados em consideração para a decisão de destinação do lucro. Gitman (1997, p. 518) divide esses fatores em seis tipos básicos: restrições legais, contratuais e internas, perspectivas de crescimento, considerações dos proprietários e de mercado.

Restrições legais – Dispositivos legais que inibem a distribuição de dividendos passíveis de risco para os credores.

Restrições contratuais – Alguns credores de contratos de empréstimos ou *leasing* estipulam cláusulas proibindo o pagamento de dividendos que possa comprometer a capacidade da empresa de honrar os compromissos assumidos com eles.

Restrições internas – A falta de caixa para pagar os dividendos em dinheiro deve ser considerada por ocasião da decisão de distribuição. Embora a empresa tenha lucros elevados, pode ter sua capacidade de pagar esses dividendos restringida, devido ao baixo nível de liquidez de seus ativos.

Perspectivas de crescimento – As oportunidades de investimento disponíveis para a empresa devem ser consideradas. Uma empresa em fase de expansão necessita, normalmente, de todo os fundos possíveis de

serem captados, e a retenção de lucros é uma fonte de recursos com um custo de capital, geralmente, atraente.

Considerações dos proprietários – O efeito tributário sobre a renda dos seus acionistas pode levar a empresa a distribuir mais ou menos dividendos. As oportunidades de investimento disponível para esse acionista também devem ser consideradas na fixação dos mesmos.

Considerações de mercado – O conteúdo informacional dos dividendos e o efeito clientela, discutidos na seção 3 deste trabalho, devem ser analisados para a decisão sobre eles.

A diversidade das teorias existentes aliado aos diversos fatores a serem considerados por ocasião da fixação da política de dividendos da empresa ganham especial destaque quando aplicado a uma realidade peculiar como a nossa. É importante saber como o assunto é tratado pelos gestores das empresas no país, que é o assunto da seção seguinte.

7 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL

Antes de apresentarmos as conclusões de três trabalhos realizados sobre a relevância da política de dividendos no mercado brasileiro, analisaremos algumas questões atinentes à realidade nacional, distinta da realidade norte-americana, que, como já enfatizado, é a utilizada como base na maioria dos estudos sobre o tema.

Com relação a aspectos da legislação, cabe analisar os seguintes tópicos: dividendo mínimo obrigatório, tributação dos dividendos e juros sobre capital próprio.

A Lei das Sociedades por Ações, em seu artigo 202, instituiu o pagamento do **dividendo mínimo obrigatório**, fixado de acordo com o estatuto da companhia. Acrescente-se o fato de que se a empresa ficar três anos consecutivos sem pagar dividendos ao acionista preferencial, esse acionista passa a ter direito a voto, diluindo o controle exercido pelos acionistas ordinários. Esse dividendo mínimo distorce

qualquer análise a ser feita, pois o seu pagamento não é fruto de uma decisão da empresa em termos de maximizar o valor da ação, e sim uma imposição legal. Dessa forma, a empresa que somente paga o dividendo obrigatório, para efeito de análise, deve ser considerada com uma empresa que não utiliza sua política de dividendos como instrumento de maximização do preço da ação.

Os dividendos recebidos pelos acionistas, pessoas físicas ou jurídicas, são **isentos de tributação**. Tendo em vista a tributação dos ganhos de capital, sob a égide da teoria da preferência tributária, os acionistas tenderiam a preferir uma alta taxa de distribuição de dividendos.

A criação, por meio da Lei 9249/95, dos **Juros sobre o Capital Próprio**, proporcionou uma nova forma de remuneração aos acionistas. Tal remuneração deve ser considerada por ocasião da análise do montante total distribuído aos acionistas, compondo o cálculo do dividendo mínimo obrigatório. A empresa ao remunerar o acionista por meio dos Juros sobre o Capital Próprio, considera essa despesa como financeira, gozando do benefício fiscal de diminuição do Imposto de renda a pagar.

No caso do acionista, deve-se observar que incide sobre os JSCP o imposto de renda retido na fonte à alíquota de 15% na data do pagamento ou crédito aos beneficiários. Este imposto é considerado compensável para as pessoas jurídicas e tributação exclusiva na fonte para as pessoas físicas, ou seja, o imposto não poderá ser compensado futuramente. Se a pessoa jurídica for isenta de Imposto de Renda, o retido na fonte será considerado tributação definitiva (não compensável nem restituível).

Além dos aspectos da legislação, o mercado de capitais nacional é muito pouco desenvolvido. Como questão principal temos o fato de as ações preferenciais serem majoritárias nas sociedades mas não exercerem o controle, pois não possuem direito a voto, fazendo com que acionistas ordinários, com 16,7% do capital da empresa, possam eternizar-se na administração das entidades sem que os demais acionistas possam destituí-los. Dessa forma, esses controladores podem gozar de

outros benefícios indiretos, que não os dividendos, como forma de remuneração.

Girardi, 2001, p. 10)

7.1 O estudo de BRITO e RIETTI

O estudo de Brito e Rietti (1979) versa sobre a influência do efeito clientela no mercado acionário brasileiro. Por meio da análise dos níveis marginais de taxação, no período 1973-1976, demonstram que houve uma evasão dos pequenos e médios investidores no período considerado.

Os autores concluem ainda que o mercado não considera eficientemente os dividendos no processo de formação de preços, nem tampouco revela a existência de qualquer evidência que suporte a existência do efeito clientela no mercado acionário brasileiro.

7.2 O estudo de Boschi e Girardi

Os autores do estudo buscam analisar se as teorias existentes a respeito da relevância dos dividendos aplicam-se ao mercado brasileiro e também como as empresas estão lidando com a possibilidade de remunerar seus acionistas por meio do pagamento dos Juros sobre Capital Próprio.

Tendo como amostra as empresas têxteis da Região Sul do país, concluem que a maioria das empresas não se beneficiou, no período analisado -1996 a 1999, da redução da carga fiscal que poderia ser proporcionada pelo pagamento de Juros sobre Capital Próprio.

Os autores ainda acrescentam:

Em última análise, se as peculiaridades da legislação brasileira não possibilitam determinar se as empresas têm alguma fórmula que equilibre remuneração de seus investidores e aumento do valor de suas ações, por outro lado, conforme expusemos anteriormente, as teorias de políticas de dividendos conhecidas, não são totalmente ou em parte, aplicáveis às empresas brasileiras. (Boschi e

7.3 O estudo de Sophia Daniel

O trabalho da autora teve como objetivo verificar como os administradores de companhias abertas no Brasil têm encarado a política de dividendos.

Para atingir tal intento, Sophia Daniel (1998) coletou o valor dos dividendos pagos pelas 20 empresas mais representativas da carteira teórica do IBX- Índice Brasil, nos exercícios de 1994, 1995 e 1996. Ela considerou serem as empresas que pagaram acima do valor do dividendo obrigatório. Aquelas cujas administrações consideraram relevante a política de dividendos. Da amostra selecionada, 65% pagaram, pelo menos uma vez, no período em análise, dividendos acima do obrigatório.

A autora ressalva ainda que as empresas estudadas estão entre as mais negociadas nas Bolsas de Valores, tendo uma maior exigência em termos de transparência. Assim, conclui

As empresas menos representativas no mercado, de uma maneira geral, não gostam de pagar dividendos; elas o fazem porque a lei assim o determina. (Daniel, 1998, p.134).

8 CONCLUSÃO

Existem entendimentos conflitantes quanto à influência da política de dividendos sobre o valor da empresa. Em que pese os diversos argumentos apresentados e estudos realizados, nenhum conseguiu comprovar empiricamente qualquer das teorias apresentadas.

Um tópico de grande aceitação é o reconhecimento de que os dividendos possuem um conteúdo informacional muito grande para o mercado, referente à solidez da empresa.

A maior parte da teoria existente sobre o assunto baseia-se na legislação e no mercado norte-americanos, que possuem algumas diferenças em relação aos vigentes no Brasil, em especial quanto à tributação de dividendos e

aos juros sobre capital próprio.

Os estudos apresentados neste trabalho ressaltam a existência dessas diferenças, porém apontam, embora nada conclusivos, para o fato de que, no país, à exceção de grandes empresas, a política de dividendos não tem recebido a devida importância no tocante à possibilidade de influência sobre o valor da empresa.

Um aprofundamento sobre o comportamento dos preços das ações no mercado nacional, pouco antes e logo após a divulgação de dividendos, serviria como forte argumento para teste da influência da política de dividendos sobre o valor da empresa.

BIBLIOGRAFIA

- BOSCHI, Álvaro Luiz, GIRARDI, Alexandre. *Teoria de Política de Dividendos versus Juros sobre Capital Próprio*. <http://www.cfc.org.br/congresso/trabalhos/tema8/066/Trabalho.doc>. 04/06/2001.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Princípio de Finanças Empresariais*. 3 ed. Portugal: McGraw-Hill, 1992.
- BRIGHAM, Eugene F., HOUSTON, Joel F. *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- BRITO, Ney O., RIETTI, Riccardo C. Efeito Clientela, Níveis Marginais de Taxação e Eficiência: o caso de dividendos no mercado acionário brasileiro. Rio de Janeiro: COPPEAD (UFRJ), *Relatório de Pesquisa* nº 15, dez/1979.
- DANIEL, Sophia Alves Maia. *Estudo sobre Dividendos: a política de dividendos no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Rio de Janeiro: UERJ, 1998.
- FERNANDÉZ, L. F. *La Política de reparto de Dividendos*. <http://www.5campus.com/leccion/poldiv>. 06/06/2001.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de Administração Financeira*. 7.ed. São Paulo: HARBRA, 1997.
- GONZÁLEZ, Patrícia G. As Mudanças nas Políticas de Dividendos e o Mercado Financeiro. *Caderno de Estudos FIECAFI*. São Paulo, v. 10, n. 19, set./dez. p. 70-81, 1998.
- LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, v. 46, maio, 1956.
- ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.