

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Antonio Augusto Ferreira Carneiro

Matrícula: 9314371

Orientador: José Henrique Tinoco de Araujo

Junho de 1999

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Antonio Augusto Ferreira Carneiro

Matrícula: 9314371

Orientador: José Henrique Tinoco de Araujo

Junho de 1999

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri, para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Dedico esta monografia as pessoas que mais me deram força na minha formação acadêmica: meus pais.

Gostaria de agradecer também ao Prof. Tinoco pela sua orientação neste trabalho.

ÍNDICE

INTRODUÇÃO	6
I. FIRMA E SEUS ACIONISTAS:.....	8
II. AS DIVERSAS FORMAS DE SE DISTRIBUIR DIVIDENDOS:	11
II.i Porção do lucro líquido:	11
II.ii Valor fixo:.....	12
II.iii Valor Fixo baixo mais bônus	12
II.iv Modelo de Lintner	13
III. A POLÊMICA SOBRE O EFEITO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS SOBRE O PREÇO DE MERCADO DA AÇÃO.	14
III.i A política de dividendos é irrelevante:.....	14
III.ii Altos dividendos valorizam a ação:	18
III.iii Baixos dividendos valorizam a ação:	20
IV. FATORES RELEVANTES NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS:.....	21
IV.i A Teoria do dividendo Residual:	21
IV.ii Efeito clientela (Clientele effect)	23
IV.iii Efeito informativo do dividendo (Sinalização para o mercado):.....	24
IV.iv "Agency costs" (custos do Conflito de Interesses)	25

IV.v	Teoria das expectativas racionais.....	27
V.	EVIDENCIA EMPÍRICA (EUA).....	28
	Conclusão do capítulo	31
VI.	BRASIL.....	33
VI.i	Panorama do mercado de ações no Brasil	33
VI.ii	Pesquisas sobre o tema no Brasil:	37
VII.	ANÁLISE DE DADOS:.....	42
	CONCLUSÃO.....	45
	ANEXO.....	48
	BIBLIOGRAFIA:	50

INTRODUÇÃO

Esta monografia de final de curso tem como objetivo estudar a política de dividendos e seus efeitos no valor de mercado da ação, e como reagem os investidores às decisões tomadas pelas empresas quanto à forma de distribuição de dividendos.

Uma introdução dos conceitos básicos sobre o tema é feita no capítulo I. No capítulo II são dispostos os modelos existentes de distribuição de dividendos ao acionista.

Existe uma polêmica teórica sobre o efeito da política de dividendos sobre o valor de mercado da ação. Alguns teóricos pensam que a política de dividendos é irrelevante, enquanto que outros não. Entre os que consideram que a política de dividendos afeta o valor de mercado das ações, uns consideram que uma alta distribuição de dividendos leva a uma valorização da ação, enquanto outros consideram que a ação é desvalorizada com tal política. Esta discussão é apresentada no capítulo III e é seguida no capítulo IV, por uma apresentação dos fatores que afetam a política de dividendos e seus efeitos.

O capítulo V apresenta uma resenha dos trabalhos científicos apresentados na literatura financeira norte-americana, enquanto que no capítulo VI é

apresentado o panorama do mercado de ações brasileiro e os trabalhos científicos apresentados no país.

Uma análise dos dados de dividendos distribuídos nos últimos três anos é feita no capítulo VII. Nesta análise é constatado que não há indícios de uma padronização nas políticas de dividendos exercidas pelas empresas brasileiras, e nem mesmo uma tendência.

Chega-se à conclusão que, no Brasil, ainda não existe uma maturidade suficiente no mercado de ação, e a política de dividendos não é muito considerada pelas empresas e pelos investidores. Uma possível explicação para isso, é que o mercado de ações brasileiro tem uma alta volatilidade. Assim, investir em ações é considerado investimento de risco. Com isso o investidor em ações está mais disposto a correr risco e mais preocupado com a valorização da ação no tempo do que com o recebimento de um dividendo periódico, que amenizaria o risco do investimento e diminuiria as chances de ganhos extraordinários, pois limitaria o crescimento da empresa.

I. FIRMA E SEUS ACIONISTAS:

Uma empresa de capital aberto, principalmente aquelas cujas diretorias e seus acionistas não são as mesmas pessoas, tem como objetivo a maximização da riqueza de seus investidores. Esta maximização da riqueza dos acionistas se daria através de uma valorização no preço de sua ação ou através dos benefícios que a empresa oferece, como os dividendos.

Dividendos é uma parcela do lucro líquido da empresa que é distribuída aos seus acionistas de maneira proporcional à quantidade de ações que cada um possui, quando é encerrado o exercício social. No Brasil a lei 6404/76, mais conhecida como lei das S/A's, obriga que este dividendo seja de no mínimo 25% do lucro líquido apurado e em moeda corrente e, quando não for definido pelo estatuto da empresa, ele deve ser 50% do lucro líquido apurado no exercício social.

Em um mercado em perfeita concorrência, onde as informações são totalmente distribuídas por todos os participantes, e estes agem de maneira racional, o preço da ação deveria ser constantemente ajustado com base em seu patrimônio e expectativa de lucros futuros.

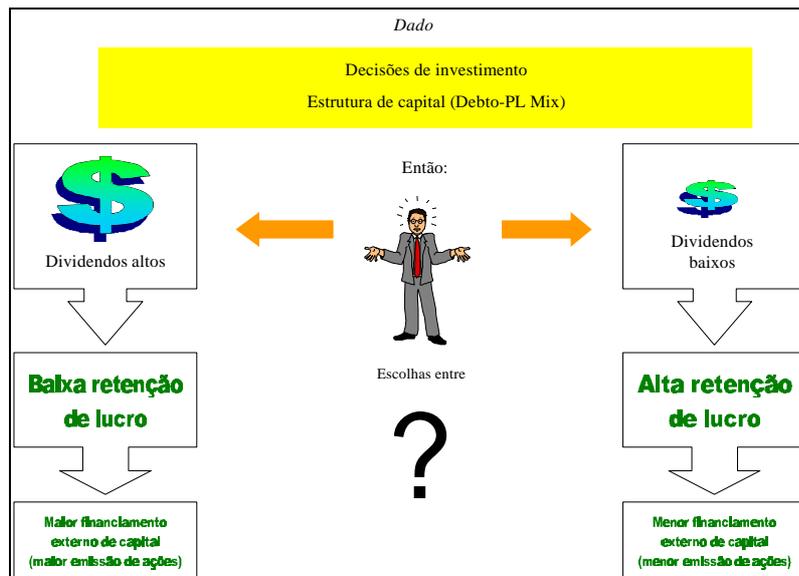
Desta forma, os investimentos da firma e suas decisões financeiras, assim como a sua própria produtividade, influem nas expectativas dos investidores sobre os fluxos de caixa futuros e portanto também no preço de mercado de suas ações.

Um dos objetivos desta monografia é discutir se as decisões financeiras, tomadas pelos investidores da firma, são influenciadas ou não pela sua política de dividendos. Ou seja, se a maneira como a firma remunera seu capital, se através de distribuição de dividendos ou se através de ganho de capital influi na avaliação do valor da firma pelo mercado financeiro.

Um fator que pesa na decisão de distribuição de dividendos ou não, é a estrutura de capital da empresa, ou seja, o seu nível e sua meta de endividamento. A estrutura de capital de uma empresa é vital na determinação do seu risco financeiro. Sabendo disto, as empresas de capital aberto procuram não alterar seus níveis de endividamento em relação ao seu patrimônio líquido, ou seja, mantêm fixo o percentual entre o capital próprio e o capital de terceiros (*debt ratio*). Esta estrutura pode variar de um setor industrial para outro. Setores que têm risco operacional pequeno podem ter um maior financiamento de seus ativos por meio de capital de terceiros enquanto setores cujos riscos operacionais são maiores são obrigados a ter uma estrutura de capital mais conservadora, financiada portanto, por uma maior parte de capital próprio.

Por isso a distribuição de dividendos é sempre uma questão polêmica na administração de uma companhia. Assumindo que a estrutura de capital da empresa já foi definida, e o montante de investimento também, um maior pagamento de dividendos pode gerar a uma maior necessidade de financiamento via emissão de novas ações, como será explicado mais adiante. Uma empresa, cujos executivos tomam decisões que maximizem a riqueza de seus investidores, que resolve pagar baixos

dividendos e, reter uma maior parte de seu lucro líquido, está esperando retornos em seus investimentos maiores do que os esperados por seus acionistas em outras aplicações (custo de oportunidade). Por isto seus executivos acham racional reter o lucro e investir em projetos de alta rentabilidade.



II. AS DIVERSAS FORMAS DE SE DISTRIBUIR DIVIDENDOS:

O benefício dado por uma empresa aos seus investidores pode ser em dinheiro (moeda corrente) ou por meio emissão de novas ações.

Uma outra maneira de dar benefícios aos investidores é a recompra de ações próprias no mercado. Ao recomprar suas ações a empresa diminui o número de ações disponíveis no mercado e as valorizam.

A política de dividendos tem dois pontos chaves. Um é o “pay-out ratio”, ou seja, a porção do lucro líquido que é distribuído sob forma de dividendos. Esta porção pode ser uma razão fixa ou não. O segundo ponto chave é a estabilidade do valor do dividendo distribuído ao longo do tempo.

II.i Porção do lucro líquido:

Nesta política a empresa distribui sob forma de dividendos um percentual de seu lucro líquido no final de todo exercício contábil. Por exemplo, se uma empresa tem

como política de dividendo distribuir 50% de seu lucro no exercício, e se o lucro foi de R\$ 4,00 por ação, cada acionista receberá R\$ 2,00 por ação que detiver. Este percentual pode se fixo para todos períodos contábeis ou determinado em cada um. Segundo SPERANZINI, esta política é bastante comum no Brasil devido à obrigatoriedade definida pela lei das S/A de se distribuir um dividendo mínimo de 25% do lucro ajustado.

II.ii Valor fixo:

Neste caso, a empresa tem como política de dividendo distribuir uma quantia fixa a cada exercício independente do seu resultado contábil. Esta política visa diminuir a incerteza por parte do investidor quanto ao fluxo de caixa que a ação da empresa lhe trará. Segundo SPERANZINI, o valor do dividendo só mudará quando a empresa atingir um novo patamar de resultados sustentável no longo prazo.

II.iii Valor Fixo baixo mais bônus

Neste tipo de política a empresa define um valor baixo e fixo de dividendo e o complementa com um dividendo extraordinário que varia conforme o resultado do período. Assim, a empresa evita que os investidores criem falsas expectativas quanto a dividendos futuros. Este tipo de política é comum em empresas de setores cíclicos, segundo SPERANZINI.

II.iv Modelo de Lintner

O modelo de Lintner é um padrão de distribuição de dividendos observado por Lintner na década de 50, o qual seria uma mistura entre o política de distribuição de um percentual fixo do lucro ajustado e a de distribuição de um valor fixo. A empresa estabelece uma meta de longo prazo na taxa de distribuição de dividendo em relação ao lucro. Mas no curto prazo ela mantém o valor do dividendo mais estável do que o lucro, visando evitar mudanças fortes no valor do dividendo distribuído.

III. A POLÊMICA SOBRE O EFEITO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS SOBRE O PREÇO DE MERCADO DA AÇÃO.

Qual seria o efeito de um anúncio de uma política de dividendos sobre o preço da ação? Assumindo que as decisões de endividamento e de investimento, assim como a estrutura de capital da empresa já foram tomadas, um alto dividendo leva a uma valorização da ação, a uma desvalorização ou não afeta seu preço? Existem três visões básicas, considerando-se mercados de capitais perfeitos que serão mostradas a seguir¹.

III.i A política de dividendos é irrelevante:

Considerando-se as seguintes premissas:

- Investidores podem comprar e vender ações sem incorrerem em nenhum custo de transação, como comissões;

¹ Estas idéias foram baseadas no livro "Basic Financial Management" de Scott, Keown, Petty e Martin.

- A empresa pode emitir ações sem custos;
- Existem informações perfeitas sobre a firma para todos investidores;
- Não há impostos;
- Não há conflitos de interesses entre executivos da firma e seus acionistas (Agent Cost);
- Não há custo de falência e de *Financial Distress*.

Não existe relação entre política de dividendos e o valor da ação. Uma política é tão boa quanto a outra. Agregadamente, investidores estão preocupados somente com a remuneração de seu capital. Eles são indiferentes se esta remuneração virá como de ganhos de capital ou como dividendos. Eles também reconhecem que uma decisão em relação à distribuição de dividendos, dado à política de investimento, é na realidade uma escolha de estratégia de financiamento.

Considerando-se que a empresa deseja manter seu nível de endividamento e sua estrutura de capital, se ela necessitar de financiamento, deverá manter o seu percentual de capital próprio sobre o seu capital total inalterado. Para levantar recursos para investimento, a parte referente a capital próprio pode ser feita de duas maneiras: uma seria reter lucros e integralizá-los ao capital e a outra seria distribuir dividendo e emitir novas ações. Em ambas as maneiras o valor presente do investimento do acionista será o mesmo. Em um mercado de capitais eficiente, o investidor pode sempre ter a renda que o dividendo traria vendendo parte de suas ações, ou vice-versa, o investidor pode usar os dividendos recebidos para comprar mais ações. Por isto, alguns acham que a política de dividendos é irrelevante. Com isso, dadas as premissas anteriores, o valor da ação

será uma função de suas oportunidades de investimentos e de decisões de financiamento da firma. O exemplo a seguir demonstra isso:

A Empresa tem 1000 acionistas e fechou o exercício com um lucro líquido de R\$ 1.000, ou seja R\$ 1,00 por ação. Ela precisa de R\$ 1.000 para investir em um projeto que julga que vá gerar retornos maiores do que os exigidos pelos acionistas. Supondo que o valor da ação é de R\$10,00, a empresa pode optar por reter seu lucro líquido ou emitir 100 ações, afim de obter os R\$ 1.000,00.

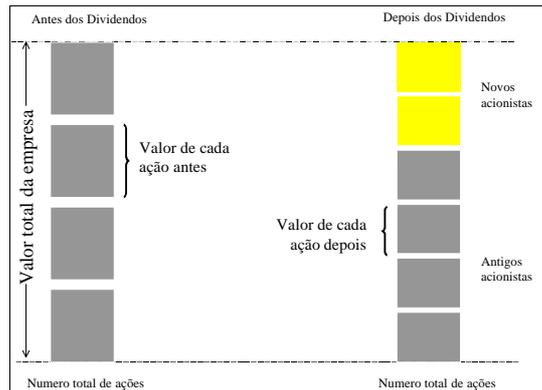
a) O investidor recebe dividendos:

O investidor recebe R\$ 1,00 e a empresa emite mais 100 ações, ou seja, aumenta em 10% o numero de ações no mercado, o que faz com que suas ações passem a valer 10% a menos, ou seja, R\$ 9,00. Este valor somado com os dividendos recebidos dá os R\$ 10,00 que antes valiam as ações.

b) O investidor não recebe dividendos

Como não há emissão de novas ações sua ação continua valendo R\$ 10,00, e se por exemplo ele possuir 10 ações ele pode vender uma e ter a renda que o dividendo integral lhe traria.

Veja o gráfico a seguir:



G. Bennett Stewart, III, em seu livro "The Quest for Value" se mostra adepto à teoria que os dividendos não têm importância na determinação do preço da ação. Ele é favorável a não distribuição dos dividendos, e chega a dizer que distribuir dividendos é como uma confissão, por parte dos executivos da firma, de incompetência em achar uma oportunidade interessante para investir suas disponibilidades e que seu crescimento está, portanto, limitado.

Para ele, o que interessa em uma avaliação de uma empresa, e portanto, na determinação do preço de sua ação, é sua capacidade de gerar fluxos de caixa futuros, e ao distribuir dividendo a empresa terá menos disponibilidades para financiar seu crescimento. A empresa poderia financiar seus novos projetos com capital de terceiros, mas assim estaria diluindo a participação dos atuais acionistas em fluxos futuros. Além disso, ao fazer isso, a firma força o acionista a pagar imposto sobre dividendo recebido, o que poderia ser postergado.

Segundo o autor, mesmo que a firma tenha exaurido todas opções de investimentos, o melhor seria a recompra de ações no mercado ao invés da distribuição de dividendos em dinheiro. Pois assim o acionista teria a opção de vender ou não parte de suas ações e portanto escolher ser taxado ou não sobre seu ganho.

III.ii Altos dividendos valorizam a ação:

A visão que a política de dividendos não é importante assume que a remuneração do capital exigida pelo investidor é a mesma tanto para rendimentos sob forma de ganhos de capital como os sob forma de dividendos. Mas na realidade, dividendos são mais previsíveis e mais certos do que ganhos de capital. Com isso há uma incremento no risco e uma exigência por maiores retornos da parte dos investidores. Em outras palavras, o investidor exigirá uma remuneração menor quando esta vier sob forma de dividendos, pois este é um investimento menos arriscado. Podemos associar esta visão ao ditado "Mais vale um pássaro na mão do que dois voando".

Os críticos a esta teoria afirmam que se voltarmos às premissas de que as decisões sobre política de dividendo são tomadas separadamente das decisões financeiras, de estrutura de capital e de fluxo de caixa, então os valores esperados e sua variabilidade não são afetados pela política de dividendos. Já que esta política não causa impacto sobre a volatilidade dos fluxos de caixa da firma ela também não afetará o risco geral da firma.

Aumentar o valor dos dividendos não leva a uma redução do risco da ação e, se o pagamento destes dividendos requer subscrições de novas ações, só haverá uma transferência de risco e de propriedade, dos atuais proprietários para os novos. É certo que os que receberem dividendos estão trocando a incerteza do ganho do capital por um ativo seguro que é o dividendo em dinheiro. Mas se o objetivo de tal investidor é

redução de risco ele deveria estar conservando seus ativos em dinheiro e não investindo em ação.

Stewart, em "The quest for Value" afirma que a teoria em que uma ação tem um risco menor quando a firma distribui dividendos é uma visão distorcida. A teoria de que mais vale um pássaro na mão do que dois voando está vista de maneira errada. A questão não é a de que dividendos não distribuídos vão render através de ganhos de capital, mas sim a de que dividendos pagos significam, certamente, que ganhos de capital serão diminuídos.

Apesar destes argumentos, os críticos da teoria que diz que altos dividendos levam a uma valorização da ação reconhecem que há uma grande percepção entre os investidores e entre consultores financeiros profissionais, de que dividendos são importantes e influenciam em uma decisão de investimento.

Consultores financeiros afirmam que a influência da política de dividendos, nos EUA, depende do setor industrial. Investidores que aplicam seus recursos em concessionárias de serviços públicos, como empresas de energia elétrica, gás e água, exigem dividendos fixos e constantes, enquanto os que investem em Empresas de alta tecnologia estão mais propensos a receber seus ganhos sob forma de ganho de capital. Mais na frente nos aprofundaremos neste assunto (Clientele Effect). Isto se dá porque estas empresas, nos EUA, têm um crescimento limitado por já serem grandes e o mercado estar saturado, portanto ganhos de capital são pouco esperados.

III.iii Baixos dividendos valorizam a ação:

A terceira visão sobre este assunto diz que na realidade dividendos prejudicam o investidor. Este argumento é baseado na diferença entre o imposto de renda pago sobre o rendimento em dividendos e o sobre o ganho de capital. Desconsiderando a premissa de que não há impostos de renda, o objetivo dos investidores contribuintes do imposto de renda, é maximizar rendimentos depois do IR em relação ao risco. O objetivo então passa a ser minimizar a alíquota real de imposto na renda e, sempre que possível, postergar seu pagamento. Nesta ótica, o ganho através da valorização da ação seria melhor do que o recebimento de dividendos, pois ao receber dividendos em dinheiro, o acionista é obrigado a pagar imposto no mesmo período. O ganho de capital só é taxado quando o acionista vende a ação, portanto esta forma de rendimento faz com que o pagamento de imposto seja postergado, o que é melhor para o acionista.

IV. FATORES RELEVANTES NA POLÍTICA DE DIVIDENDOS:

As três visões básicas sobre o efeito da política de dividendos são baseadas em um mundo ideal, onde não há impostos, custos de transações e a informação é perfeita, ou seja, de fácil acesso e barata. No mundo real, no entanto, estas condições não existem. Surgem então outros fatores relevantes à política de dividendos.

IV.i A Teoria do dividendo Residual:

Na realidade existem custos em emissões de ações. Os serviços de instituições especializadas em colocações de ações no mercado (Underwriting) são caros e isto influi na decisão sobre distribuição de dividendos. Na prática é muito mais barato para as empresas reter lucro líquido e efetuar um aumento de capital do que distribuir os dividendos e lançar novas ações no mercado. Assim estes custos de "Underwriting" tiram a indiferença entre a decisão de emissão de ações e distribuição de dividendos.

Dada a estrutura de capital de determinada empresa, após analisar seus projetos, seus executivos buscam a parte do financiamento que cabe ao capital próprio, primeiro

através de retenção de lucros e, se estes não forem suficientes, completará o montante via emissão de ações. Quando os recursos próprios forem maiores que o necessário, a parte restante é distribuída como dividendos aos acionistas.

Sem a premissa que não existe custo de transação, a política de dividendo da firma poderá ser a seguinte:

- Manter a estrutura de capital ("Debt Ratio") em captações futuras;
- Aceitar um projeto de investimento somente se seu valor líquido presente for positivo. Ou seja, quando o valor de retorno esperado for maior do que o custo do capital, financiar a porção do projeto que cabe ao capital próprio, primeiro através de fundos gerados internamente e, somente quando esta fonte se esgotar, emitir novas ações;
- Se algum fundo gerado internamente (lucro retido) restar depois de financiados todos os projetos da firma, distribuí-lo aos acionistas sob forma de dividendos.

Assim podemos afirmar que a política de dividendos de uma companhia é influenciada por três pontos: oportunidades de investimento da empresa, sua estrutura de capital e disponibilidade de capital gerado internamente.

IV.ii Efeito clientela (Clientele effect)

Foi exposto anteriormente a idéia de que se o investidor não estiver satisfeito com a política de dividendo de determinada empresa na qual ele possui ações, ele poderia simplesmente satisfazer seu desejo de rendimento através de compra e venda de ações. Ou seja, se determinada ação distribuiu mais dividendos que ele desejava ele pode comprar mais ações com o excedente do seu rendimento, e vice versa quando o dividendo distribuído for menor que o esperado, sendo seu rendimento através de ganho de capital, ele pode vender parte de suas ações "criando" dividendos complementares.

Mas os custos de transação também fazem com que não haja indiferença entre receber rendimentos através de aumento de capital ou sob forma de dividendos, pois se ele tiver que comprar ou vender parte de suas ações terá custos. Assim a idéia de que o investidor é indiferente à política de dividendos não pode ser considerada no mundo real, uma vez que existem custos de transação.

Uma firma tem compromissos com seus acionistas, e sua política de dividendo deveria respeitar o tipo de acionista que possui, se são investidores que preferem ganhos de capital ou rendimentos estáveis através de dividendos. Na prática, investidores procuram investir em empresas que satisfazem seu desejos. Nos EUA empresas de "Utility" (Gás e Energia) que tipicamente distribuem regularmente dividendos aos seus acionistas e em compensação não se valorizam muito, têm como acionistas típicos aposentados ou instituições que estão investindo com o objetivo de ter uma renda estável e mais ou menos fixa. Indivíduos mais ricos, que não precisam retirar uma renda estável de suas aplicações, preferem investir em empresas que tenham

rendimentos sob forma de ganho de capital, assim eles postergam pagamento de imposto de renda.

Assim, uma empresa com "Clientela" determinada de acionista, não tem total liberdade de determinação de sua política de dividendo. Poderia se chegar à conclusão, então, que a política de dividendos é relevante, mas, mesmo com custos de transações em um mercado perfeito, os investidores continuam com a liberdade de trocar seus ativos chegar a um rendimento desejável através do mercado. O que o efeito de clientela tem de importante é que ele faz com que as empresas evitem de mudar drasticamente sua política de dividendo.

IV.iii Efeito informativo do dividendo (Sinalização para o mercado):

Seguindo as premissas anteriores, de um mundo sem custos e sem impostos, o investidor determina o valor da firma somente pelas suas decisões de investimentos e financeiras, não sendo importante a política de dividendo. Porém, evidências empíricas mostram que mudanças inesperadas no valor do dividendo afetam o valor da ação. Uma das explicações para isso seria a idéia de que uma mudança na política de dividendo sinaliza para o mercado a situação financeira da empresa. O mercado não tem informações perfeitas sobre a firma, e uma alta no valor do dividendo distribuído, maior do que o esperado, pode sinalizar que ela espera maiores lucros no futuro, e uma queda, ou mesmo um aumento menor do que o esperado, pode sinalizar que os executivos da firma preveem lucros menos favoráveis no futuro.

Os executivos de uma firma sempre têm informações privilegiadas que não podem ser passada ao mercado e aos seus investidores. Assim, há uma assimetria de informações entre os investidores e os executivos de uma empresa. Esta assimetria pode acarretar em um menor valor no preço da ação daquele que seria em condições de informações perfeitas. Neste raciocínio, ao aumentar gradualmente o valor do dividendo ao longo do tempo, os executivos estão se comprometendo a continuar este fluxo de caixa para o acionista em um futuro próximo. Assim, em um mercado de risco, dividendos se tornam um meio de minimizar o "spread" no preço da ação ocorrido devido à assimetria de informações entre os executivos e os investidores.

IV.iv "Agency costs" (custos do Conflito de Interesses)

Um outro problema enfrentado pelos investidores que ainda não foi mencionado é a existência de um conflito de interesses entre os acionistas da firma e os seus executivos, quando estes são pessoas distintas. Nem sempre o objetivo de maximizar a riqueza de seus acionistas pode ser o objetivo maior dos executivos da firma.

Existem duas possibilidades que levam os executivos de uma firma a agirem como se fossem seus donos:

a) Baixos valores de mercado atraem ofertas de compra do controle acionário da firma.

b) Em um mercado de trabalho competitivo, se os acionista não estiverem satisfeitos com o comando da empresa, eles podem substituí-lo.

Quando os executivos da firma não estão trabalhando em prol da maximização da riqueza dos acionistas a ação se desvaloriza no mercado secundário, o que faz com que as chances de novos investidores comprarem o controle acionário da firma aumente. A possibilidade do controle acionário mudar põe os cargos da diretoria em risco pois os novos acionistas vão exigir uma melhor performance administração. Na verdade uma má administração corre sempre o risco de ser substituída pelos atuais, ou pelos novos, acionistas.

Na realidade, apesar destes dois mecanismos do mercado, sempre há conflitos de interesses, e o valor de uma ação de uma firma administrada por terceiros é sempre menor do que a administrada por seus próprios donos. A diferença entre os dois valores é chamado de "Agency Cost".

Reconhecendo este problema, os executivos freqüentemente tomam decisões para minimizar este custo associado à separação da direção da propriedade da firma. Uma das ações tomadas para este fim é o pagamento de dividendos, assumindo que ao emitir dividendos a empresa é obrigada a emitir novas ações para financiar novos projetos. Esta emissão só atrairá novos acionistas se a direção estiver convincentemente administrando a empresa com o objetivo de maximizar a riqueza de seus acionistas.

Por isso, dividendos podem ser considerados uma maneira indireta de monitoramento das ações dos executivos da firma e de contribuir para o valor da mesma.

IV.v Teoria das expectativas racionais

Os investidores criam expectativas, com base em informações sobre a empresa, quanto ao valor do dividendo por ação a ser distribuído. E baseado nestas expectativas é definido o valor da ação no mercado. Se quando a administração da empresa anuncia o valor efetivo dos dividendos a serem distribuídos, este valor é o esperado pelos acionistas, por mais que haja mudança na política de dividendos, o preço da ação permanece inalterado no mercado. Porém, quando o valor é maior ou menor do que o esperado, as expectativas dos investidores são refeitas, e portanto a ação reavaliada. Os investidores questionam a razão da mudança inesperada do valor do dividendo e podem interpretá-la também como uma sinalização para mudanças no lucro líquido esperado da firma e, portanto, reavaliá-la. Ou seja, uma mudança inesperada nas decisões de políticas de dividendo, tem um conteúdo informativo em relação ao resultado esperado da firma.

Em suma, a política de dividendos não tem muita importância a não ser que ela se diferencie das expectativas dos investidores. Se há diferença entre a política efetiva de dividendos e a esperada, há mais chances de se ver uma mudança no preço da ação.

V. EVIDENCIA EMPÍRICA (EUA)

Nos Estados Unidos, a literatura sobre política de dividendos é vasta e existem diversos estudos sobre o assunto. Serão expostos alguns estudos feitos, os que considero que estejam mais inseridos no contexto desta monografia.

Fischer Black e Myron Scholes:

Em uma pesquisa, publicada no "Journal of Financial Economics" em 1974, Fischer Black e por Myron Scholes testaram se o retorno total alcançado de 25 portfólios no período entre 1936 e 1966, dependiam da taxa de dividendos e do *pay-out ratio* das ações. A análise chegou à conclusão que os rendimentos foram explicados pelo grau de risco das ações e não foi afetado pela maneira em que veio o rendimento, se através de dividendos ou de ganho de capital. Eles descobriram que dentro de uma determinada categoria de risco, algumas ações não pagavam dividendos, outras pagavam e outras pagavam uma alta quantia, mas todas tiveram a mesma taxa de retorno média no período.

Black e Scholes concluíram que o melhor para o investidor é assumir que a política de dividendos não importa, o que importa é o risco intrínseco à firma.

London Business School:

Segundo Paul Marsh, professor da London Business School, no artigo "Why dividend cuts are a last resort", as empresas seguem três regras básicas para a determinação de dividendos: a primeira seria que as empresas "suavizam" os dividendos, com mudanças que tendam a acompanhar um patamar sustentável de lucro no longo prazo (seguindo o modelo de Lintner). Mudanças transitórias raramente afetam dividendos. A segunda regra seria que as empresas levam em conta projeções futuras, e uma vez que os executivos tem melhores informações que os acionistas, os dividendos se tornam um importante canal de comunicação com os investidores. E a terceira regra seria que as empresas sempre evitam corte nos dividendos, a todo custo.

Uma pesquisa feita pela London Business School confirma o efeito informativo do dividendo. Os pesquisadores examinaram uma amostra de mais de 6000 anúncios de distribuição de dividendos de empresas inglesas (de janeiro de 1989 a abril de 1992) e os dividiram em cinco grupos: alto incremento no valor, baixo incremento no valor, manutenção do valor, cortes no valor e omissões. Depois eles compararam como foi a evolução do retorno anormal² de cada ação, de 20 dias antes do anúncio até 20 dias depois do anúncio.

² Retorno Anormal é a diferença entre o retorno da empresa específica comparada com a média do seu setor e de empresas de tamanho similar

Foi constatado que as ações cujos valores dos dividendos sofreram um grande aumento inesperado, tiveram um aumento maior no retorno anormal do que as que tiveram um aumento modesto. As ações cujos dividendos foram diminuídos sofreram uma queda nos seus retornos anormais, as que tiveram o valor de seus dividendos mantidos não tiveram grandes mudanças em seu retorno anormal e as ações cujos anúncios de dividendos foram omitidos, tiveram uma grande queda em seu retorno anormal.

Isto nos leva a crer que realmente há um forte conteúdo informativo nos dividendos e que o mercado muda sua percepção da empresa conforme os dividendos distribuídos.

Poterba

Poterba concluiu em um estudo baseado no caso da Citizen Utilities que existe uma preferência por ganhos de capital.

O caso da Citizen Utilities é um caso peculiar pois a empresa tem dois tipos de ações, um distribui proventos em dinheiro e o outro sob forma de ações (bonificação). Poterba comparou a relação dos preços das duas ações e mediu o comportamento das ações nos dias em que se tornaram ex-dividendos, no período de janeiro de 1965 a julho de 1984. Ele observou que o preço das ações que distribuía dividendos em dinheiro caía aproximadamente o valor dos dividendos, o preço das outras ações caía menos.

A conclusão do pesquisador foi que o resultado foi consistente com a visão de que os investidores valorizam mais os ganhos de capital do que o equivalente ao rendimentos de dividendo, antes dos impostos.

Conclusão do capítulo

Existem diversos estudos, principalmente sobre o mercado Norte-americano de ações, sobre políticas de dividendos. Diversos teóricos tentaram provar se a política de dividendos é relevante ou não na determinação do preço da ação e como as empresas encaram o assunto na hora de uma decisão sobre proventos. Porém, as conclusões não chegam a um consenso e não há nenhum estudo que possa ser considerado totalmente infalível. Também não existe um padrão de comportamento por parte das empresas, ou seja, as decisões sobre dividendos variam muito de empresa para empresa, e cada uma tem uma visão sobre o assunto.

A idéia que parece ser mais aceita por todos, teóricos e empresários, é a de que dividendos têm uma carga de informação para o mercado, e o que realmente parece afetar o preço da ação é o seu fator surpresa, ou seja, quando o provento se difere das expectativas dos investidores.

Segundo Keown, as empresas deveriam evitar surpreender o investidor com suas decisões sobre dividendos. Sua política de dividendos deveria ser tratada como residual de longo prazo e não ser focada do plano financeiro de curto prazo. Ao fazer um plano financeiro por vários anos, a empresa deveria criar uma meta de endividamento e de distribuição de dividendos de longo prazo, seria assim um caso do Modelo de Lintner. Se ainda existir um caixa residual depois que o financiamento por capital próprio for previsto, deveria se distribuir dividendo, mas isto deveria ser decidido esporadicamente no período de planejamento, para se evitar a criação de um padrão. Ao mesmo tempo se,

no longo prazo, o montante total do capital gerado internamente for necessário para reinvestimento na empresa, dividendos não devem ser pagos.

Ou seja, Keown defende um mix entre o Modelo de Lintner e a Teoria de Dividendo Residual para se criar uma estabilidade nos proventos, facilitando assim, as interpretações do mercado e evitando surpresas aos investidores.

VI. BRASIL

VI.i Panorama do mercado de ações no Brasil

O Mercado Secundário de ações no Brasil é composto por 9 bolsas de valores: Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, Bolsa de Valores de Minas-Espírito Santo-Brasília, Bolsa de Valores do Extremo Sul, Bolsa de Valores de Pernambuco e Paraíba, Bolsa de Valores Regional, Bolsa de Valores do Paraná, Bolsa de Valores Bahia-Sergipe-Alagoas, Bolsa de Valores de Santos e a Bolsa de Mercadorias & Futuros. Mas a Bolsa que detem o maior volume de transações do mercado à vista e, portanto, com a maior expressividade no mercado de ações brasileiro é a BOVESPA, que em 1997 e em 1998 (até junho) teve 93% e 91%, respectivamente, de participação neste mercado.

A Bovespa em todo o ano de 1997 e em 1998 de janeiro até junho, teve um volume médio diário negociado de US\$ 767,4 bilhões e US\$ 532,0 bilhões respectivamente, e com 536 empresas listadas em ambas as datas.

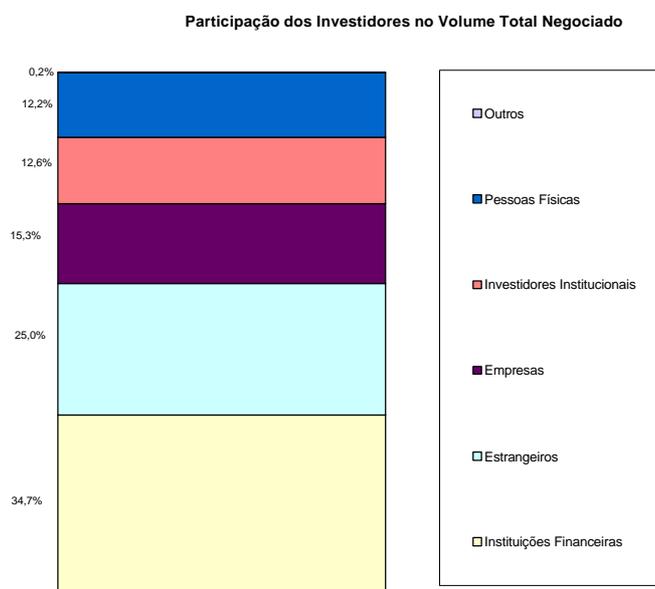
Ao se comparar a Bovespa e todo o mercado acionário brasileiro com a Bolsa de Valores de Nova York (NYSE - New York Stock Exchange) percebe-se que o mercado brasileiro de ações ainda é muito pequeno. Para se ter uma idéia de tal diferença basta

observar o volume em dólar em ambas Bolsas: Na BOVESPA, o volume negociado em dólar de Jan/98 a Jun/98 foi de US\$11.200 milhões enquanto que o volume na NYSE, de Jan/98 a Abr/98, foi de US\$2.332 bilhões, ou seja, o volume na Bolsa que detêm mais de 90% do mercado brasileiro de ações Brasileiro é cerca de 200 vezes menor do que a principal bolsa de valores americana.

No ano de 1998, o numero de novas empresas listadas (57) foi inferior ao numero de empresas que pararam suas atividades (67), ou seja, neste ano o numero de empresas listadas diminuiu em 10 empresas. Outro fato que demonstra a fragilidade da BOVESPA, que é considerada a maior da América Latina, é que as ações da TELEBRAS, considerada a maior “blue chip” do mercado brasileiro teve, em 1998, 60% de seu volume negociado na Bolsa de Nova York (NYSE) e 40 % na BOVESPA, enquanto que em 1997 39% do volume era negociado na NYSE e 61% na BOVESPA.

Fica claro então, a grande diferença entre o mercado brasileiro de ações e o americano. Isto nos leva a acreditar que há também uma grande diferença entre o perfil do investidor brasileiro e o do das nações desenvolvidas. Percebe-se que no Brasil o investimento no mercado de ações é bastante elitizado, ou seja, além das grandes distorções na distribuição de renda na população brasileira, a parcela da população que investe diretamente em ações, ou em fundo de ações, é a mais rica, com mais capacidade de absorver os riscos inerentes a este tipo de investimento. Outros grandes agentes neste mercado são os fundos de pensão, ou seja, os investidores institucionais. Isto faz com que uma parcela das classes médias e baixa, a dos funcionários de empresas que possuem fundos de pensão, sejam também investidores, mesmo que indiretamente, no mercado acionário.

Na BOVESPA a participação de pessoas físicas no volume total negociado é de apenas 12,2%, enquanto que 34,7 % é de instituições financeiras e 25,0% de estrangeiros, conforme o gráfico a seguir:



Fonte: Relatório Anual de 1998 da BOVESPA

Este cenário faz com que o objetivo do investidor no Brasil seja diferente de em outros países. Como grande parte dos investidores não objetivam uma renda através do mercado de ações e sim um bom retorno ao seu investimento, a preocupação quanto à política de dividendos se difere no país.

Seguindo esta linha de raciocínio, poderíamos pensar que o "Clientele effect" não cabe à realidade brasileira, ou seja, devido ao perfil do acionista no Brasil, as empresas não têm a preocupação em manter uma política de dividendo estável com o intuito de não criar problemas com sua "clientela" de acionistas.

Em termos de retorno do investimento, a tributação sobre dividendos ou sobre ganho de capital pode levar à uma preocupação sobre a política de dividendos adotada

pela empresa. No Brasil os lucros ou dividendos, calculados com base nos resultados a partir do mês de janeiro de 1996, não estão sujeitos a incidência de imposto (lei nro 9.249, de 1995, art. 10), já o ganho de capital é tributado em 15%. Fica então a questão: o que é melhor para o acionista brasileiro, receber dividendos ou obter retornos sob forma de ganhos de capital? Como agem as empresas brasileiras em relação a isto?

O melhor para o acionista, neste caso, seria ser remunerado o máximo possível sob forma de dividendo, já que incorre em uma menor taxaço. Mesmo que o investidor não esteja interessado em obter uma renda periódica de seu investimento, ele pode usar o provento em dinheiro para comprar mais ações e assim manter o capital investido. Mas por que, então, a distribuição de altos dividendos não é vista como uma tendência entre as empresas de capital aberto no Brasil e por que isto não é cobrado pelo mercado? Uma possível resposta para tal questão seria o perfil do acionista brasileiro. O mercado de ações no Brasil é considerado um mercado especulativo, ou seja, os investidores que atuam neste mercado estão mais interessados em ganhos extraordinários através da valorização da ação e estão dispostos a assumir o risco da alta volatilidade deste mercado. Por isso, pode ser mais interessante que a empresa retenha mais lucro e tenha mais chances de crescimento do que o contrário. É como se a lei: "um pássaro na mão vale mais do que dois voando" funcionasse inversamente no Brasil. O investidor brasileiro considera o mercado de ações como um mercado de risco e de maiores ganhos, não está interessado em ter segurança com ele e quando ele está preocupado em ter menos risco, procura o mercado de renda fixa, que no Brasil proporciona um rendimento bem acima do mercado de renda fixa norte-americano, devido à sua conjuntura econômica que leva o governo a fixar juros em um alto patamar.

Pelo lado das empresas duas explicações podem ser dadas para a preferência pela não distribuição de dividendo. Segundo Speranzini, uma delas é a dificuldade de captar recursos próprios ou de terceiros para cobrir suas necessidades de capital. Existem poucos bancos que possuem recursos suficientes para financiamentos de grande porte no Brasil e, praticamente, todos grandes projetos no país são financiados pelo BNDES. A segunda explicação dada por Speranzini é que, no Brasil, o controle acionário é exercido por poucos acionistas majoritários, sendo comum a administração familiar. Com isso se evita, através da retenção de lucro, a necessidade de lançamento de novas ações e consequente diluição do controle acionário.

VI.ii Pesquisas sobre o tema no Brasil:

Existem poucos trabalhos científicos sobre este tema no Brasil apesar de ser bastante abordado em nossa literatura financeira, como Gazeta Mercantil, Revista EXAME e revista ABAMEC. Existem alguns estudos com abordagens mais específicas sobre os efeitos das políticas de dividendos. O mais recente é a tese de mestrado de Milton Speranzini, defendida no Departamento de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo em 1994.

Milton Speranzini

Em sua tese, intitulada "Efeito da Política de Dividendos sobre o Valor das Ações no Mercado Brasileiro de Capitais", Speranzini testa 2 hipóteses, a primeira hipótese era se os dividendos são relevantes na determinação do retorno de uma ação, e a segunda era se a correção dos dividendos não provoca efeito sobre o retorno da ação (em um cenário inflacionário). Speranzini conclui que não há indícios de conteúdo informacional nos dividendos e que os investidores consideram indesejáveis os dividendos, pois estes exigem maiores retornos de ações que distribuem mais dividendos. Speranzini atribui isto ao tratamento tributário dado ao dividendo e ao ganho de capital. No período investigado pelo autor, dividendos eram taxados enquanto ganho de capital não, hoje a situação é a inversa e este argumento não se sustentaria. Como o sistema tributário atual está vigente desde 1996, ainda não há dados suficientes para que a hipótese seja testada novamente. Speranzini conclui também que não se pode afirmar que a correção dos dividendos influi no retorno da ação.

Brito e Rietti

Outro estudo realizado no Brasil foi o de Brito e Rietti, (1981,a) no qual também foi discutido o conteúdo informacional de Dividendos no Brasil. Os autores abrem a discussão de que as empresas contêm uma clientela de acionista (O efeito clientela) e que ela ajusta o dividendo para atendê-la. Assim a empresa só irá mudar o nível de distribuição de dividendos se estiverem esperando poder mantê-lo no futuro. Isto faz com que uma mudança no patamar de dividendos tenha um forte conteúdo informacional aos acionistas e ao mercado. Analisando dados de 60 empresas no período de 1964 a 1976 os autores concluíram que não havia evidência significativa do conteúdo informacional nos dividendos.

Os mesmos autores realizaram um outro estudo, em 1979, no qual investigaram evidências do efeito clientela. Analisando dados de 60 empresas no período de 1973 a 1976 o trabalho procurou uma relação entre o nível marginal de taxaço e a distribuição de dividendos. A conclusão foi que não existe efeito clientela no Brasil. Neste estudo os autores concluíram também que o mercado acionário não vinha considerando eficientemente dividendos no processo de formação do preço da ação com e sem direitos de dividendos. Eles observaram que a ação ex-dividendo (ação sem direito ao dividendo) era negociada a um preço muito elevado, e uma estratégia muito usada pelos investidores era comprar ações com direito a dividendos, resgatá-los e vendê-las novamente sem o direito de dividendo.

Cunha, B,T

Cunha, B,T, em 1992, apresentou um trabalho no XI congresso da Abamec, em Canela, RS, onde apresentava a teoria do "Agency Cost" com relação à política de dividendos. Como já discutido neste trabalho, Cunha fala sobre os conflitos de interesses entre os acionistas e os administradores da empresa. Aos acionistas interessa a maximização do valor da ação enquanto aos administradores é interessante a maximização de suas remunerações, estabilidade, e etc. Este conflito se estende à determinação da política de dividendos, aos administradores pode interessar uma maior retenção do lucro para que haja mais independência de recursos do mercado para elaboração de novos investimentos, enquanto que os acionistas podem preferir uma maior distribuição do lucro, por não ter certeza de que os investimentos realizados pela empresa sejam realmente confiáveis e atraentes. A autora considera também, como já foi dito antes neste trabalho, que uma maior necessidade de buscar recursos externos incentiva a administração a agir de acordo com os interesses dos acionistas, pois para

conseguir novos recursos ela deve se mostrar eficiente. É como se houvesse um monitoramento automático.

No que diz respeito ao caso brasileiro, Cunha conclui que no mercado brasileiro os instrumentos de monitoração, como o direito de voto e a ameaça do "take over", não têm muito efeito sobre o problema de "Agency Cost" devido à alta concentração de propriedade. A autora também fez uma observação preliminar das distribuições de dividendos do exercício de 1991 e não encontrou nenhuma evidência a respeito. Ela conclui que os investidores, no Brasil, desconhecem o papel de monitoração dos dividendos ou não os consideram eficientes.

Procianoy e Poli

Procianoy e Poli, em 1993, fizeram um estudo onde propuseram uma política de dividendos com a atual legislação tributária que isenta o dividendo de tributação. Nele, os autores propõem que a empresa distribua o máximo possível do seu resultado, devido à vantagem fiscal dada ao dividendo. Para compensar a saída de recursos, mantendo seu plano de investimento e o nível de endividamento, a empresa faria uma emissão particular de ações, que tem um custo financeiro menor do que uma emissão pública. Eles salientam, porém, que deve ser observada a situação econômica da empresa. Eles consideram a política de dividendos relevante e maximizadora do valor da empresa, uma vez que os investidores buscam ações que lhes possibilitam um ganho líquido maior.

Sergio Werlang e Tommy Tan

Sergio Werlang e Tommy Tan, em 1985, fizeram um ensaio intitulado "A demanda por dividendos: Uma justificativa Teórica". Nele, os autores desenvolvem um

modelo teórico, onde demonstram que existe uma demanda por dividendos, mesmo que sobre estes incida imposto de renda e desde que a taxa seja baixa, quando os recursos da empresa poderiam ser reinvestidos visando ao aumento do seu valor de mercado. O modelo considera que os investidores são avessos ao risco devido a existência de um problema de "moral hazard" uma vez que os acionistas não têm um meio eficiente de monitorar o comportamento da diretoria da firma. O problema foi resolvido para o caso de a diretoria também ser avessa ao risco, mas em uma situação simplificada na qual o caso pode ser resolvido com facilidade. Eles salientam que em casos mais gerais a solução deverá ser bastante complicada.

VII. ANÁLISE DE DADOS:

O conjunto de ações que compõem o IBOVESPA (Índice Bovespa) foi escolhido para uma análise da evolução do valor dos dividendos propostos e do “pay-out ratio” dos últimos 3 anos (1996, 1997 e 1998). A carteira teórica do IBOVESPA é integrada pelas ações que, em conjunto, representam 80% do volume transacionado a vista nos doze meses anteriores à formação da carteira. Como critério adicional, exige-se que a ação apresente, no mínimo, 80% de presença nos pregões do período. A participação de cada ação na carteira tem relação direta com a representatividade desse título no mercado a vista, em termos de número e volume em moeda corrente, ajustado ao tamanho da amostra.

Com isso, as empresas que compõem a amostra são as mais negociadas na Bolsa de valores de São Paulo, o que nos leva a crer que são as que mais tem preocupação com a política de dividendos entre o universo de empresas brasileiras, uma vez que são continuamente avaliadas pelo mercado.

Ao observar a tabela em anexo, onde consta o lucro líquido, dividendos propostos e o “pay-out ratio” (dividendo proposto/lucro líquido), não se pode perceber

nenhuma tendência geral das empresas em ter um “pay-out ratio” fixo ou um valor de dividendos fixo. Nenhum padrão pode ser observado na amostra.

Pode-se observar, porém, que algumas empresas mantiveram uma política de dividendos em pelo menos dois exercícios consecutivos. De um total de 40 empresas que compõem a amostra, em apenas 6 pode ser observado uma tendência de política de dividendo ao longo dos 3 anos, como é mostrado na tabela a seguir:

Empresa	Observação
CELESC	Manteve entre 1996 e 1997 o mesmo “pay-out” de 24%
Votorantin	Manteve o mesmo valor de dividendos distribuídos entre 1997 e 1998 (R\$10 milhões) A empresa distribuiu dividendos em 1998 apesar do resultado negativo no exercício
DURATEX	Manteve o mesmo “pay-out ratio” de 35% entre 1997 e 1998 e em 1996 teve um “pay-out ratio” de 32%, próximo aos outros anos.
Aracruz	Pode-se observar uma tendência à distribuição de um valor fixo nos 3 anos coberto pela amostra, devido a proximidade de valores: 27.000, 27.901 e 30.210 nos anos 1996, 1997 e 1998 respectivamente. Houve distribuição de dividendos no exercício de 1998 apesar de ter havido prejuízo no mesmo. Isto indica uma política de dividendos fixos.
Petrobrás	Em 1996 e 1997 distribuiu um “pay-out ratio” de 33% e 32% respectivamente.
Telepar	Nos anos de 1996 e 1997, teve o mesmo “pay-out ratio”, o mínimo que a lei da S/A obriga, de 25%.

O que se pode concluir é que não há um consenso no mercado brasileiro sobre a melhor política de dividendos a ser adotada. Tampouco há uma evidência que, no geral,

as empresas realmente têm uma política de dividendos definida e que há uma preocupação com o retorno do investidor.

CONCLUSÃO

A política de dividendos, apesar de ser um tema bastante coberto na literatura ainda é fonte de muita polêmica teórica e, na prática, também não há um consenso entre os profissionais da área. O que parece ser um problema das ciências exatas, e poderia ser solucionado na base de modelos de cálculos, se torna bem mais complexo. Entra em cena o fator humano, onde expectativas de acontecimentos futuros e o comportamento diferenciado de cada indivíduo perante o risco, que acrescentam ao tema uma ótica de ciências humanas.

O ambiente do mercado financeiro também influencia a atitude das empresas em relação à política de dividendos. Nos Estados Unidos, onde o mercado acionário tem grandes dimensões, já está bastante maduro e atende à uma vasta gama de investidores, as empresas se veem mais obrigadas a terem um compromisso em relação ao acionista, e à sua gestão. Pode-se dizer que nos EUA os dirigentes das empresas realmente estão dissociados dos seus donos/acionistas. Ao contrário do Brasil onde o capital é bem concentrado e quase todo grande grupo corporativo tem o controle acionário concentrado nas mãos de poucas pessoas, até mesmo de uma família. Isto faz com que os interesses dos acionistas e dos dirigentes das empresas se confundam, e nem sempre o melhor para o acionista não é feito, favorecendo seus executivos. Quando os

dirigentes e os acionistas majoritários são as mesmas pessoas, podem ser tomadas decisões que visam a sua estabilidade na empresa e projetos podem ser aprovados mesmo que não sejam interessantes ao acionista minoritário, que acaba sendo o mais prejudicado neste tipo de comportamento.

Conseqüentemente, o mercado financeiro também sai prejudicado pois é adicionado um grau de risco nos investimentos em ação que o restringe à um grupo de investidores mais interessados em investimento de risco. Este tipo de investidor, que está disposto a assumir um grau de risco maior em seu investimento, prefere um ganho de capital à certeza dos dividendos como retorno, levando a um ciclo vicioso.

Mas as fundações previdenciárias estão cada vez mais presente neste mercado. Elas têm uma participação de 12,6% no volume total negociado, o que pode levar a uma mudança de postura em relação aos dividendos no Brasil. Com uma quantidade de recursos bastante representativa para ser administrado, as fundações têm um grande poder no mercado financeiro brasileiro.

A PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil, por exemplo, em dezembro de 1998 tinha uma carteira de R\$ 21,4 bilhões e 52,33% destes recursos estavam investidos no mercado acionário. Ao investir em ações, a PREVI divide sua carteira em duas categorias de investimento: uma parte de seus recursos é investida na chamada “carteira passiva”, ou seja, é montada uma carteira de ações semelhante à carteira teórica de algum Índice do mercado de ações, como o IBOVESPA ou IBX. O objetivo deste tipo de investimento é acompanhar o mercado de ações, ou seja, ter um retorno exatamente igual ao do Índice. A outra parte dos recursos destinados a investimento em ações, forma uma carteira de “investimentos estratégicos”. Neste tipo de investimento, a PREVI analisa o plano financeiro da

empresa, levando em consideração as projeções de dividendos a serem distribuídos e a sua capacidade de crescimento. Como a PREVI tem uma meta de política de investimento de longo prazo, a fundação não está interessada em que o lucro líquido seja todo distribuído prejudicando seus investimentos e, conseqüentemente, seu crescimento.

Com isso entra em cena um investidor que pode exigir uma postura mais clara da empresa em relação à sua política de dividendos. Isto, associado à estabilidade econômica conquistada no Brasil desde o “Plano Real”, que possibilitou uma observação mais apurada da evolução dos retornos trazidos pelas ações, sem a ilusão de rendimentos trazida pela inflação, pode levar a uma mudança neste quadro atual.

ANEXO

- Tabela de dados:

Lucro Líquido, Dividendos propostos e “pay out ratio” de 1996, 1997 e 1998 das empresas que compõem o IBOVESPA.

BIBLIOGRAFIA:

- Stewart, G Bennedtt. The Quest for Value: The EVA management guide, Stern Stewart & Co., 1990
- Kewwon, Arthur; Scott, David e outros, Basic Financial Management, 7a edição, Prentice Hall, 1996.
- Copeland, Tom, Koller, Tim; Murrin, Jack; Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies, 2a edição, Wiley Frontiers in Finance, 1996
- Bradley, Richard e Myers Stewart, Princípios de Finaças Empresariais, 3a edição, McGraw Hillde Portugal, 1992.
- Speranzini, Milton de Medeiros, Efeito da Política de Dividendos Sobre o Valor das Ações no Mercado Brasileiro de Capitais, Dissertação apresentada ao departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1994.
- Brito, Ney e Rietti Riccardo, Efeito Clientela, Níveis Marginais de Taxação e Eficiência: O Caso de Dividendos no Mercado Acionário Brasileiro, Coppead, programa de administração, dezembro de 1979.

- Tan, Tommy Chin-Chiu e Werlang, Sérgio, A Demanda por Dividendos: Uma justificativa Teórica; Escola de pós-graduação em economia do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas, 1985.
- IMF - Companhias Abertas 98/99, IMF Editora Ltda, 1998.
- Página da CVM na internet: - www.cvm.gov.br
- Página da BOVESPA na internet – www.bovespa.com.br
- Página da Bolsa de Valores de Nova York – www.nyse.com
- Página de Previ – Caixa de previdência dos funcionários do Banco do Brasil
www.previ.com.br
- Página da Receita Federal – www.receita.fazenda.gov.br
- Relatório anual de 1998 da BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo.