

POLÍTICA DE DIVIDENDOS E ENDIVIDAMENTO: UMA ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS EMPRESAS QUE COMPÕEM O IBOVESPA

Gabriela Ramos Muniz ¹
Caroline de Oliveira Orth ²

RESUMO

A política de dividendos tornou-se tema amplamente debatido e estudado na área de finanças corporativas. A literatura do tema mostra que a decisão das companhias de capital aberto sobre a destinação de seu lucro gerado está relacionada com as políticas de financiamento e investimento. Sendo assim, este estudo busca identificar o nível de correlação entre as políticas de dividendos e o índice de endividamento das companhias de capital aberto brasileiras que compõem o Ibovespa. Para alcançar tal objetivo utilizou-se pesquisa documental sobre a nota explicativa que trata da distribuição dos lucros, bem como análise descritiva dos dados extraídos da base Economática no que diz respeito aos indicadores de endividamento e desempenho e dos valores calculados de média, mediana, desvio padrão e *r* de Pearson. A amostra foi composta por 32 empresas listadas na carteira teórica do Ibovespa para o primeiro quadrimestre de 2016, sendo analisados os dados de distribuições de lucros e endividamento destas companhias no período de 2010 a 2015. Os resultados indicam pouca ou fraca correlação entre as variáveis distribuição de dividendos e endividamento.

Palavras-chave: Política de dividendos. Endividamento. Dividendos.

ABSTRACT

The dividend policy became a widely debated and studied subject in the area of corporate finance. The literature on the subject shows that the public companies' decision on the allocation of their profits is related to financing and investment policies. Therefore, this study seeks to identify the level of correlation between the dividend policies and the debt index of Brazilian public companies that make up the Ibovespa. To achieve this objective, we used documentary research on the explanatory note dealing with the distribution of profits, as well as a descriptive analysis of the data extracted from the Economática database in relation to the indicators of debt and performance and the calculated values of mean, median, deviation Standard er from Pearson. The sample consisted of 32 companies listed in the Ibovespa theoretical portfolio for the first four-month period of 2016, and data on the distribution of profits and debt of these companies in the period from 2010 to 2015 were analyzed. The results indicate little or no correlation between the distribution variables of dividends and debt

Keywords: Dividend policy. Debt. Dividends

¹ Acadêmica do curso de Ciências Contábeis da Faculdade Dom Bosco de Porto Alegre. E-mail: rmuniz.gabriela@gmail.com

² Professora orientadora Ms. do curso de Ciências Contábeis na Faculdade Dom Bosco de Porto Alegre. E-mail: carolineorth@ig.com.br

1 INTRODUÇÃO

As finanças corporativas abrangem três políticas importantes que se complementam e impactam diretamente: a política de dividendos, política de financiamento e política de investimento, todas com o objetivo de maximizar o valor da empresa (FAMÁ E KAYO, 1997). Dentre estas políticas, a política de dividendos vem sendo amplamente discutida e estudada, pois, além de não haver um consenso entre os pesquisadores do tema, esta política pode significar um grande desembolso de caixa e ainda ser responsável pelo envio de uma mensagem ao mercado sobre a situação financeira das companhias (ROSS et al., 2013).

De acordo com a Lei das Sociedades Anônimas 6.404/76, em seu artigo 202, os acionistas têm direito a receber como dividendos em cada exercício social uma parcela dos lucros estabelecida no estatuto da companhia ou, se o estatuto for omissivo, 50% do lucro líquido do exercício. O parágrafo segundo deste artigo da lei das SAs ainda estabelece que, empresas que decidirem reverter a omissão de seu estatuto estabelecendo um mínimo obrigatório, não poderão estabelecer percentual menor a 25%, o que levou a errônea interpretação de que não se poderia estabelecer percentual menor (ASSAF NETO, 2015). Vancin e Procianoy (2015) apresentaram estudo sobre o efeito deste dividendo mínimo obrigatório nas empresas brasileiras, onde concluíram que empresas que pagam acima do mínimo obrigatório são as que realmente tomam decisões sobre o pagamento de dividendos, pois as demais, que pagam somente o mínimo obrigatório, apenas cumprem a legislação.

A decisão das companhias de capital aberto sobre a definição de sua política de dividendos pode sofrer influência de diversos fatores. De acordo com Vancin e Procianoy (2013), dentre os principais fatores que levam as companhias brasileiras a pagar acima do mínimo obrigatório por lei, estão os fatores dispersão, endividamento, estabilidade da política de dividendos e investimento. A partir deste estudo, levantou-se a dúvida quanto ao nível de correlação entre as políticas de dividendos e o índice de endividamento das companhias de capital aberto brasileiras levando ao questionamento: Qual o nível de correlação entre as políticas de dividendos e o índice de endividamento das companhias de capital aberto brasileiras que compõem o Ibovespa das empresas que compõem a carteira do Ibovespa, no período de 2010 a 2015?

Para responder a tal questionamento, esta pesquisa tem como objetivo geral apresentar evidências se a alteração no índice de endividamento das empresas da carteira teórica do Ibovespa da BM&FBovespa pode causar impactos em sua política de dividendos e como objetivos específicos, que são fases a serem concluídas visando o atingimento do objetivo geral, os seguintes itens:

- a) Separar as empresas que distribuíram lucros em todos os anos do período estudado;
- b) Verificar os percentuais de lucro distribuídos e quais destas empresas distribuíram acima do mínimo estabelecido em estatuto, mediante análise de conteúdo das notas explicativas;
- c) Calcular o índice de endividamento destas companhias e comparar sua variação à variação do percentual distribuído;
- d) Aplicar estatística descritiva sobre o comportamento das variáveis.

Esta pesquisa está dividida da seguinte forma: na primeira parte é apresentado o referencial teórico, onde serão destacados os principais aspectos que a literatura apresenta sobre o tema, tais como a teoria da sinalização, teorias da relevância e irrelevância dos dividendos e teoria de agência; na segunda parte será apresentada a metodologia empregada neste estudo e suas características e por fim serão apresentados os resultados obtidos e as conclusões sobre os dados analisados..

2 REFERENCIAIS TEÓRICOS

O referencial teórico a seguir é a etapa do trabalho onde são apresentados os conteúdos que norteiam esta pesquisa, abordando teorias clássicas fundamentais para o estudo do tema central, a política de dividendos, e relacionando-os com pesquisas recentes. Este referencial está dividido em quatro subcapítulos: política de dividendos e valor da empresa, relevância e irrelevância dos dividendos, teoria da sinalização e teoria de agência.

2.1 Política de dividendos e valor da empresa

O dividendo é o pagamento efetuado pelas empresas a seus acionistas. Conforme Ross et al. (2013) os dividendos representam um grande desembolso de caixa, tornando a política de dividendos um assunto importante nas finanças da empresa. A política de dividendos pode ser explicada através de diversas teorias como a teoria da sinalização, teorias da relevância e irrelevância dos dividendos e teoria de agência, mas nenhuma delas é capaz de explicar definitivamente as questões desta política, pois não há consenso entre os pesquisadores do tema dividendos (ASSAF NETO, 2014).

No Brasil, a distribuição de lucros em dinheiro pode ocorrer através de dividendos ou através de juros sobre capital próprio – JSCP, introduzido a partir de 1995 com a Lei 9.249, sendo considerado importante incentivo fiscal, pois pode ser registrado como uma despesa financeira, sendo deduzido da base de cálculo do Imposto de Renda. Para calcular o valor de JSCP deve-se considerar o valor patrimonial, limitado à variação pro rata dia da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, sendo que seu valor máximo não pode exceder 50% do lucro líquido e reservas de lucro, o maior valor entre eles. Ao contrário dos dividendos, que não são tributados no seu pagamento, os JSCP estão sujeitos à incidência de imposto de renda retido na fonte na data do pagamento. Os valores pagos na forma de JSCP podem constituir o próprio dividendo obrigatório (ROSS et al., 2013).

Além da distribuição de lucros através de dividendos, os investidores do mercado de ações podem ser remunerados através do ganho de capital, que nada mais é do que o lucro obtido na diferença entre o preço de compra e o preço de venda das ações, ou seja, o investidor compra as ações na expectativa de que haja valorização no preço, para obter lucro na venda destas ações (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2013).

A variação no valor das ações pode ocorrer por fatores internos e/ou externos à companhia. A definição da política de dividendos pode impactar diretamente nesta variação de valor das ações, pois nela estarão definidos como, quando e quanto dos lucros serão distribuídos aos acionistas. A política ótima de dividendos é aquela onde se alcança o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, maximizando o preço das ações (LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2005).

A relação entre o valor das ações das companhias e sua política de dividendos é tema vastamente estudado nas finanças corporativas, especialmente a relevância ou irrelevância da política de dividendos, tendo a base destes estudos a teoria clássica de Merton Miller e Franco Modigliani – M&M (1961) e a pesquisa em sentido contrário de John Lintner (1962) e Myron Gordon (1963), as quais serão apresentadas a seguir.

2.2 Relevância e irrelevância dos dividendos

Diversos estudiosos do tema dividendos defendem diferentes pontos de vista sobre o assunto. Em 1961, Franco Modigliani e Merton Miller (conhecidos como M&M) apresentaram um estudo no qual alegavam que em um mercado perfeito, onde não há conflitos, impostos, custos de transação e outros complicadores, a política de dividendos da empresa é irrelevante, não impactando o seu valor.

Segundo estes autores, o valor da firma seria estabelecido pela política de investimentos e pelo retorno obtido, tornando o investidor indiferente quanto à origem deste retorno, seja ele ganho de capital com a valorização das ações ou dividendos. Conforme Assaf Neto (2014), os trabalhos apresentados por M&M permitiram o desenvolvimento de diversas questões teóricas sobre finanças, principalmente a influência do endividamento e da política de dividendos sobre o valor da empresa.

Conforme Brealey, Myers e Allen (2013) os autores clássicos afirmam que o valor da companhia é determinado não pelos títulos que emite, mas pelos seus ativos reais. Esta teoria da irrelevância dos dividendos defende que, para os gestores das companhias, as decisões que impactariam o valor da firma seriam as decisões ligadas aos planos de investimento, que inclui a escolha entre o endividamento e o uso de capitais próprios, considerando os fluxos de caixa, sendo distribuídos aos acionistas somente o excedente de caixa.

Para Ross et al. (2015), a política de dividendos, de acordo com a teoria da irrelevância, pode ser facilmente desfeita pelos próprios investidores, pois aqueles que recebem dividendos acima do esperado, podem simplesmente reinvestir o excedente na própria companhia através da compra de ações ou, aqueles que recebem menos do que o planejado, podem compensar esta diferença vendendo suas ações, obtendo ganho de capital.

Em sentido contrário à teoria da irrelevância, John Lintner (1962) e Myron Gordon (1963) apresentam a teoria da relevância dos dividendos, onde se entende que a política de dividendos apresenta uma relação direta com o valor da empresa. Gordon (1963) destaca duas principais causas para a relevância da política de dividendos: a aversão ao risco e aumento na incerteza de um recebimento futuro. Sua teoria ficou conhecida como “pássaro na mão”, pois para os investidores é preferível receber dividendos correntes do que dividendos futuros, ou seja, o pagamento do dividendo hoje reduz a incerteza do investidor.

Gordon (1963) ainda salienta que a taxa de desconto de um investidor é apresentada pela função crescente da taxa de crescimento do dividendo, onde a política de dividendos afeta o valor das ações, valor este que é expresso pela soma dos fluxos futuros esperados (dividendos e ganhos de capital). Ao reduzir a incerteza do investidor com o pagamento de dividendos correntes, há a tendência de que eles exijam taxa menores e a elevação nos dividendos também elevaria o valor das ações.

Conforme Assaf Neto (2014), os principais argumentos que justificam a relevância da política de dividendos são: I- necessidade permanente de caixa dos investidores, pois avaliam o fluxo regular às suas necessidades de caixa; II- receber dividendos reduz a incerteza mas, em contrapartida, a retenção dos lucros aumenta a incerteza do investidor, o que faz com que ele exija taxas diferentes a estas decisões devido ao aumento do risco; III- a distribuição de dividendos transmite ao mercado informações sobre o desempenho da companhia e os preços das ações geralmente acompanham esta expectativa sobre o seu futuro, sendo a estabilidade da política de dividendos um fator importante; IV- os custos de corretagem das operações de compra, venda e emissão de ações deve ser considerado, tanto pela companhia, quando necessitar captar mais recursos em caso de distribuição elevada de dividendos, quanto pelo investidor, no momento em que necessitar de financiamento e o buscar através da venda de ações por não ter recebido dividendos em dinheiro; V- a diferença na tributação do ganho de capital e do dividendo deve ser considerada, pois uma tributação elevada reduz a taxa de retorno do investidor, reduzindo o preço das ações; VI- visando a busca da estrutura de capital ótima, com redução do custo total do capital, as companhias podem usar a política de dividendos como mecanismo de ajuste.

Uma vez definida a política de dividendos, qualquer alteração deverá ser analisada com cuidado. Segundo Decourt e Procianny (2012), empresas com payout (percentual dos lucros distribuídos) elevados tendem a manter o interesse dos investidores, pois recebendo dividendos elevados, mesmo em períodos de crise com queda no preço das ações, o investidor considera-se protegido. Qualquer política adotada pela empresa deve agregar valor econômico para seus acionistas, pois são quem assumem o risco do investimento (ASSAF NETO, 2014).

Diversos autores (Baker et al., 1985, Partington, 1985, Baker & Powell, 1999, Frankfurter et al., 2002) elaboraram pesquisas seguindo nesta linha da relevância da política de dividendos defendida por Lintner e Gordon, onde entrevistaram executivos sobre a decisão de pagar ou não dividendos. Diversos executivos informaram acreditar que a alteração na política de dividendos pode sinalizar ao mercado mudanças nos resultados futuros da companhia, podendo transmitir informações inadequadas. A definição da política de dividendos torna-se importante também por esta comunicação ao mercado sobre a situação da companhia. O estudo sobre esta comunicação será apresentado a seguir com a abordagem da teoria da sinalização.

2.3 Teoria da sinalização

A política de dividendos é importante para as companhias abertas por dois principais motivos: o primeiro diz respeito à decisão da companhia sobre o destino dado ao lucro realizado no exercício, definindo quanto será revertido aos investidores e quanto será reinvestido na companhia; o segundo motivo está ligado ao sinal que a companhia dá ao mercado a respeito de sua situação financeira e seus planos de investimento. Para Bhattacharya (1979), ao anunciar a distribuição de dividendos, a companhia pode usar esta distribuição para enviar um sinal do fluxo de caixa esperado e um sinal de que investiu em projetos relevantes. A distribuição total do lucro pode ser positiva para o investidor, que receberá dividendos significativos, mas também pode significar que a companhia não tem projetos consistentes para investir seu lucro, dando ao mercado sinais negativos de que a companhia não tem planos importantes de crescimento.

Conforme Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) sem sólidos conhecimentos acerca da situação financeira de uma empresa, torna-se difícil parametrizar o mercado de capitais e atribuir valor às ações. Para estes autores, a política de dividendos está relacionada com os futuros ganhos da firma e quaisquer alterações nesta política podem alterar seu valor, por isto a comunicação entre empresa e acionistas e com o mercado é importante, sendo estas mudanças recebidas como sinais pelo mercado.

Pietro, Decourt e Galli (2011) realizaram estudo com empresas listadas na bolsa de valores brasileira considerando o anúncio de distribuição de proventos, a fim de verificar se os investidores entendem a distribuição de lucros como condutora de informação. Este estudo considerou retornos anormais, que mostram que os investidores reagem às informações contidas no anúncio de distribuição de dividendos.

A literatura de finanças relaciona dividendos e alavancagem ao efeito de sinalização, considerando o crescimento dos níveis de endividamento um sinal de que a empresa projeta um fluxo de caixa elevado no futuro, devendo os gestores pagar mais dividendos para confirmar esta sinalização (FORTI, PEIXOTO e ALVES, 2015).

Futema, Basso e Kayo (2009) citam a tendência de as empresas manterem constante sua política de dividendos por conter uma sinalização implícita aos investidores, e eventuais variações de investimentos são compensadas com endividamento recorrendo a ele quando os recursos internos estiverem esgotados. Os autores ainda sugerem que os dividendos influenciam o nível de endividamento e que empresas com poucas oportunidades de investimentos poderiam aumentar o pagamento de dividendos, causando o proporcional aumento das dívidas para mitigar possíveis problemas de agência.

Para Fonteles et al. (2012) a teoria da sinalização pode ser usada pelas companhias para captar novos investidores, através do envio de informações positivas como os retornos oferecidos, assegurar sua qualidade, afirmar sua credibilidade e minimizar falhas de agência. Considerando os estudos citados e a frequente relação entre política de dividendos, sinalização e custos de agência, evidencia-se a importância do estudo da Teoria de Agência.

2.4 Teoria da agência

Em uma companhia aberta a relação entre os acionistas e os administradores pode ser conflituosa devido a divergências de interesses, também conhecidas como conflitos de agência. O relacionamento de agência ocorre quando o acionista (principal) contrata outra pessoa (agente) para representar seus interesses. Em 1976, Jensen e Meckling desenvolveram a Teoria da Agência, onde mostram que, embora o agente tenha sido contratado para atender as necessidades do principal, em alguns casos estes agentes poderiam vir a priorizar seus próprios interesses, entrando em conflito. O interesse dos acionistas, em geral, é obter o maior retorno possível de seu investimento, seja com dividendos elevados ou contínuos, seja com a elevação no valor de suas ações. Para os agentes, o principal interesse está relacionado à manutenção da continuidade da companhia e de seus empregos. Neste cenário as decisões de investimento, financiamento e distribuição de dividendos podem ser conflituosas.

Para Easterbrook (1984), incorrem aos acionistas dois custos de agência que são os custos de monitoramento dos gestores e a aversão ao risco dos gestores. Neste contexto os dividendos podem ser úteis para reduzir os custos de agência, onde o monitoramento dos agentes for disponível a um custo mais baixo, servindo como mecanismo de ajuste do nível de risco tomados pelos agentes e os investidores. Conforme Jensen (1986) os custos de agência estão relacionados com o fluxo de caixa livre, sendo que quanto maior o fluxo de caixa livre, mais ilimitado é o comportamento do agente, ou seja, a maior disponibilidade de dinheiro gera a tendência de o agente desperdiçar o dinheiro da companhia em projetos subavaliados e que não geram valor para a empresa, transferindo a riqueza para si. Este autor ainda defende que a dívida reduz o fluxo de caixa livre, controlando este comportamento nocivo.

Segundo Myers e Majluf (1984) os gestores das empresas preferem utilizar os recursos que possuem no caixa para financiar seus projetos, por ser o recurso mais fácil, o custo de capital é menor e pode reduzir o risco de insolvência, contudo, quanto mais valor do caixa é destinado aos investimentos, menos sobra para ser distribuído aos acionistas como dividendos. Famá e Kayo (1997) afirmam que acreditar que o administrador agirá sempre em benefício dos proprietários da empresa esconde vieses de comportamento que podem prejudicar a empresa.

Conforme Assaf Neto (2014), quanto maior for o endividamento, maiores serão os conflitos de agência entre agentes credores e acionistas. Qualquer política adotada pela empresa deve agregar valor econômico para seus acionistas, pois são quem assumem o risco do investimento. Deve haver um controle do endividamento, pois o risco da falência e a elevação de seus custos de descontinuidade gerados pelo endividamento elevado podem reduzir o valor da empresa. Para Marques et al. (2015), o endividamento se constitui de um dos principais indicadores de risco de continuidade de uma empresa.

Jensen (1986) afirma ainda que, conforme as oportunidades de crescimento de uma empresa se apresentem, o endividamento pode ter efeitos positivos ou negativos sobre o seu valor de mercado. Estudo realizado por Famá e Kayo (1997) com empresas brasileiras mostra que as empresas com boas oportunidades de crescimento apresentam endividamento menor que as empresas com poucas oportunidades de crescimento.

No contexto brasileiro, Saito e Silveira (2008) afirmam que, devido a concentração acionária, o conflito de agência não ocorre necessariamente entre os executivos e acionistas, mas principalmente entre acionistas controladores e não controladores. O estudo destes autores ainda salienta que a alta concentração acionária pode ter um aspecto positivo, pois os controladores têm poder e interesse para monitorar as ações dos administradores na busca pela maximização da riqueza dos investidores, porém há aspectos negativos na concentração, como a busca destes controladores por benefícios privados do controle, influenciando as decisões corporativas com a finalidade de se manter longamente no cargo com alto salário.

Decourt e Procianoy (2012), em estudo onde entrevistaram CFOs das empresas listadas na BM&FBovespa, concluíram que a política de dividendos está ligada a decisão de investimentos, endividamento e geração de caixa, reforçando o aspecto conservador da gestão em relação ao risco e ao endividamento das empresas. Os autores ainda destacam que há indícios de influência dos interesses pessoais dos executivos na política de dividendos no Brasil, pois há empresas que utilizam o lucro como forma de incentivo, pagando menos dividendos e com menor frequência, retendo o máximo de recursos possível para reduzir seus riscos pessoais. Nestas condições, os custos de agência podem ser elevados, sendo necessária

a governança corporativa para realinhar os interesses e mitigar estes conflitos de agência. Na seção seguinte será apresentada a metodologia utilizada neste trabalho.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta etapa do trabalho será apresentada a metodologia empregada nesta pesquisa, bem como os dados da amostra escolhida.

3.1 Abordagem do problema

O presente estudo apresenta abordagem quantitativa, através do emprego de procedimentos de busca das informações e números contábeis da base de dados da Económica. Conforme Beuren et al. (2004) a abordagem quantitativa é comumente utilizada em estudos descritivos que visam buscar e classificar a relação entre variáveis e a causalidade entre fenômenos. No entanto, uma pequena parcela dos dados foi coletada das notas explicativas das empresas. Nestes casos utilizou-se uma análise qualitativa da informação, mediante a técnica conhecida como análise de conteúdo.

3.2 Quanto ao instrumento de coleta de dados

Para a coleta e análise dos dados, foi utilizada a análise descritiva. Segundo Beuren et al. (2004) a análise descritiva pode ser utilizada para verificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre eles. Para analisar os dados, foram calculadas: I- a média aritmética, obtida pelo quociente entre a somatória dos produtos de cada variável pela frequência e sua somatória; II- a mediana, calculada através da fórmula $POS_{med} = n / 2$; III- o desvio padrão, calculado pela raiz quadrada da variância; IV- coeficiente de assimetria de Pearson, calculado pela diferença entre a média e a mediana dividida pelo desvio padrão, (TIBONI, 2010).

3.3 Objetivos e procedimentos

Esta pesquisa classifica-se como descritiva, uma vez que tem como objetivo principal descrever aspectos ou comportamentos de determinado grupo analisado (BEUREN et al., 2004). Quanto aos procedimentos, a presente pesquisa pode ser classificada como

bibliográfica, por conter a análise de diversas publicações sobre o tema em estudo, e também ser classificada como pesquisa documental, pois são utilizados e analisados documentos e relatórios das empresas contidas na amostra. Conforme Beuren et al. (2004) na contabilidade é frequente o uso da pesquisa documental quando se deseja analisar comportamento de empresas como os aspectos relacionados à situação financeira, econômica ou patrimonial.

3.4 Amostra e coleta de dados

A amostra inicial é composta por 32 empresas não financeiras listadas na carteira teórica do índice Ibovespa para o quadrimestre janeiro a abril/2016, enquadradas no seguimento do Novo Mercado da BM&FBovespa. O Novo Mercado estabeleceu uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, por livre iniciativa, práticas de governança corporativa que vão além daquelas exigidas pela legislação brasileira (BM&FBOVESPA, 2016). Neste segmento, as companhias adotam um conjunto de regras que ampliam os direitos dos acionistas, além de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente, justificando a escolha de empresas deste seguimento para amostra desta pesquisa.

Quadro 1: Carteira Teórica Ibovespa – primeiro quadrimestre/2016.

Denominação social	Código	Nome de Pregão
BRF S.A.	BRFS3	BRF AS
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BRML3	BR MALLS PAR
BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT	BVMF3	BMFBOVESPA
CCR S.A.	CCRO3	CCR AS
CIELO S.A.	CIEL3	CIELO
CPFL ENERGIA S.A.	CPFE3	CPFL ENERGIA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	CSAN3	COSAN
CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS	CTIP3	CETIP
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART	CYRE3	CYRELA REALT
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	ECOR3	ECORODOVIAS
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	EGIE3	ENGIE BRASIL
EMBRAER S.A.	EMBR3	EMBRAER
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENBR3	ENERGIAS BR
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQTL3	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTC3	ESTACIO PART
FIBRIA CELULOSE S.A.	FIBR3	FIBRIA
HYPERMARCAS S.A.	HYPE3	HYPERMARCAS

JBS S.A.	JBSS3	JBS
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROT3	KROTON
LOJAS RENNER S.A.	LREN3	LOJAS RENNER
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	MRFG3	MARFRIG
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRVE3	MRV
NATURA COSMETICOS S.A.	NATU3	NATURA
QUALICORP S.A.	QUAL3	QUALICORP
RAIA DROGASIL S.A.	RADL3	RAIADROGASIL
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	RENT3	LOCALIZA
RUMO LOGISTICA OPERADORA MULTIMODAL S.A.	RUMO3	RUMO LOG
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SBSP3	SABESP
SMILES S.A.	SMLE3	SMILES
TIM PARTICIPACOES S.A.	TIMP3	TIM PART S/A
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	UGPA3	ULTRAPAR
WEG S.A.	WEGE3	WEG

Fonte: elaborado pelo autor.

Dentre estas empresas do índice Ibovespa, foram mantidas na amostra aquelas que distribuíram lucros no período de 2010 a 2015, totalizando uma amostra de 22 empresas analisadas. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras, por serem submetidas a questões regulatórias que alteram a forma como seus dividendos são distribuídos. Após a seleção das empresas que distribuíram lucros neste período, foram analisadas as Notas Explicativas para verificar o percentual de dividendo mínimo estabelecido no estatuto destas companhias e para obter os valores e percentuais distribuídos aos acionistas, permitindo assim identificar quais empresas pagaram acima do mínimo estabelecido em estatuto, atendendo à Lei 6.404/76, e quais pagaram acima deste mínimo obrigatório.

A segunda etapa da coleta de dados, executada na base da Economática, foi dedicada aos valores de endividamento das companhias selecionadas para amostra, permitindo analisar as alterações no índice de endividamento destas companhias. Para o cálculo do índice de endividamento foi considerada a razão entre a soma dos saldos das contas de Passivo financeiro de curto e longo prazo (empréstimos, financiamentos, leasing e arrendamento mercantil) e o ativo total. Desta forma foi executada a comparação entre os índices de endividamento e de distribuição de dividendos/JSCP destas empresas, permitindo analisar se os percentuais distribuídos flutuaram à medida que os índices de endividamento foram alterados. Esclarece-se que, ao longo desta pesquisa, quando se refere a distribuição de

dividendos, foram considerados os valores de distribuição de lucros através de dividendos e de JSCP. A seguir apresenta-se a análise destes resultados.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS

Ao selecionar as empresas que distribuíram dividendos no período em estudo e analisar as Notas Explicativas para verificar o percentual de dividendo mínimo estabelecido no estatuto destas companhias, foram obtidos os valores e percentuais distribuídos aos acionistas (tanto através de dividendo quanto através de JSCP), permitindo assim identificar quais empresas pagaram acima do mínimo estabelecido em estatuto e quais pagaram apenas o mínimo obrigatório. Neste contexto foi identificado que 86% das empresas da amostra distribuíram, em pelo menos um dos exercícios do período analisado, dividendos acima do mínimo obrigatório, sendo que 41% das empresas distribuíram dividendos acima do mínimo obrigatório em todos os anos do período analisado. Neste contexto, de acordo com o trabalho de Vancin e Procianoy (2015) podemos considerar que estas empresas são as que realmente tomam decisões sobre suas políticas de dividendos.

Ainda com relação ao dividendo mínimo obrigatório, constatou-se que 82% das empresas da amostra tem previsto em seus estatutos o percentual de 25%, corroborando para a evidência empírica de equívoco na interpretação do parágrafo segundo do artigo 202 da Lei 6.404/76, onde estabelece que, empresas que decidirem reverter a omissão de seu estatuto estabelecendo um mínimo obrigatório, não poderão estabelecer percentual menor a 25%, o que levou a errônea interpretação de que não se poderia estabelecer percentual menor (ASSAF NETO, 2015).

Com relação a análise do endividamento, julgou-se que os indicadores que não variaram mais de 10 pontos percentuais ao longo do tempo apresentaram comportamento linear. Dentre as empresas da amostra, 36% apresentaram linearidade no índice de endividamento nos seis anos analisados, sendo que dentre estas, 9% distribuíram apenas o dividendo mínimo obrigatório. Ainda foi possível observar que 27% das empresas deliberaram distribuir um percentual menor de dividendos nos mesmos anos nos quais seu endividamento era maior, ao passo que 23% das empresas deliberaram distribuir um percentual maior de

dividendos no exercício em que seu endividamento era menor. Por esta análise não se observa a tendência citada por Forti, Peixoto e Alves (2015), que informam que a elevação dos níveis de endividamento poderia sinalizar expectativa de fluxo de caixa futuro elevado, levando os gestores a pagar mais dividendos.

Importa ainda efetuar uma análise descritiva das principais medidas estatísticas extraídas da amostra, sendo elas: a média aritmética, que é uma medida de posição de tendência central; a mediana, que é uma separatriz que divide o conjunto de dados em duas partes iguais e o desvio padrão, que é uma medida de dispersão (TIBONI, 2010).

Tabela 1: Estatística descritiva do dividendo.

Anos	Número de empresas	Média de Distribuição de Dividendos (%)	Mediana de Distribuição de Dividendos (%)	Mínimo da distribuição de Dividendos (%)	Máximo da distribuição de Dividendos (%)	Desvio Padrão (%)
2010	22	55%	42%	25%	119%	34%
2011	22	57%	51%	25%	115%	29%
2012	22	56%	50%	25%	100%	31%
2013	22	60%	61%	25%	104%	30%
2014	22	49%	39%	25%	101%	27%
2015	22	45%	30%	25%	104%	25%

Fonte: elaborado pelo autor.

Tabela 2: Estatística descritiva do endividamento.

Anos	Número de empresas	Média de Endividamento (%)	Mediana de Endividamento (%)	Mínimo do Endividamento (%)	Máximo do Endividamento (%)	Desvio Padrão (%)
2010	22	29%	29%	0%	55%	15%
2011	22	31%	30%	3%	54%	13%
2012	22	33%	32%	5%	57%	12%
2013	22	32%	31%	6%	59%	14%
2014	22	34%	33%	7%	62%	14%
2015	22	37%	35%	9%	67%	14%

Fonte elaborado pelo autor.

A partir da tabela 1, evidenciou-se que, na média, as empresas da amostra distribuíram metade ou mais do lucro anual, apresentando valores crescentes ao longo dos quatro primeiros anos da análise. Em contrapartida, nota-se a queda da média de dividendos distribuídos, sinalizando uma possível reação a crise financeira. Por outro lado, a partir da

tabela 2, percebe-se que a média do endividamento mostra crescimento ao longo de todo o período analisado, o que também corrobora para a fraca relação entre as duas variáveis. Não é possível afirmar que esta elevação da distribuição de dividendos e no endividamento mencionados tenham a relação estabelecida no estudo de Forti, Peixoto e Alves (2015), pois a partir de 2014 o comportamento é alterado através da queda na distribuição enquanto o endividamento segue em contínuo crescimento.

Ao analisar os valores máximos e mínimos do endividamento, constata-se que, assim como há empresas pouco alavancadas há empresas com este indicador atingindo o patamar de 67%, assim como a média, os máximos e mínimos também apresentam-se crescentes ao longo dos anos. Estas empresas mais alavancadas corroboram o estudo de Decourt e Procianny (2012) quanto a tendência conservadora da gestão em preferir recorrer ao endividamento para financiar as atividades da companhia. Com relação à análise de mínimos e máximos da distribuição de resultados, observa-se que em todos os anos foi distribuído o mínimo estabelecido nos estatutos, enquanto as máximas superam o lucro total, havendo distribuições acima dos 100% em quase todos os anos, demonstrando haver distribuições de resultados anteriores.

Ao analisar o desvio padrão da amostra, reafirma-se a linearidade do endividamento, enquanto o desvio padrão dos dividendos apresenta dispersões maiores. Percebe-se novamente com esta avaliação a dificuldade de vinculação das variáveis, pois o endividamento apresenta valores mais próximos da média e linearidade ao longo da série temporal, enquanto o comportamento da distribuição de dividendos não segue um padrão no período analisado.

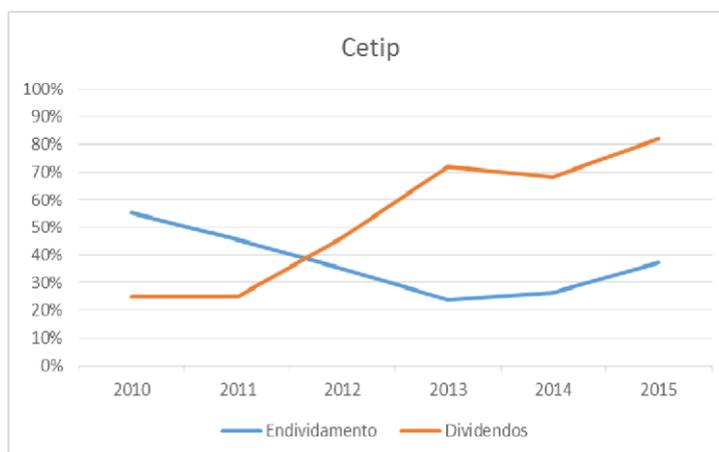
Foram desenvolvidos gráficos para auxiliar na visualização da existência ou não de alguma relação entre as duas variáveis. Abaixo seguem dois exemplos em que há correlação perfeita entre as variáveis endividamento e dividendo seguidos de dois gráficos onde demonstra-se não haver correlação.

Gráfico 1: Correlação perfeita – Cielo.



Fonte: elaborado pelo autor.

Gráfico 2: Correlação perfeita – Cetip.

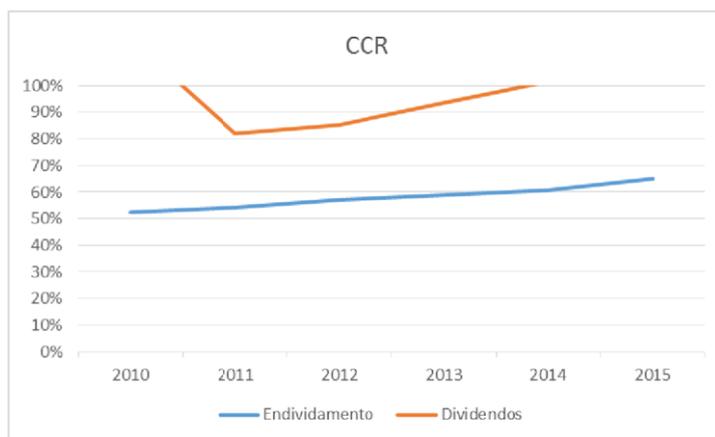


Fonte: elaborado pelo autor.

Os gráficos 1 e 2 apresentam exemplos de empresas da amostra que refletem possível correlação entre as variáveis dividendos e endividamento, pois ambas apresentam queda na distribuição de dividendos ao passo que seu endividamento aumenta. A empresa mostrada no gráfico 2 altera seu comportamento apenas no último período da amostra, onde ambas as variáveis apresentam crescimento. As notas explicativas desta companhia informam que, apesar do cenário econômico instável do país em 2015, a companhia conseguiu manter a

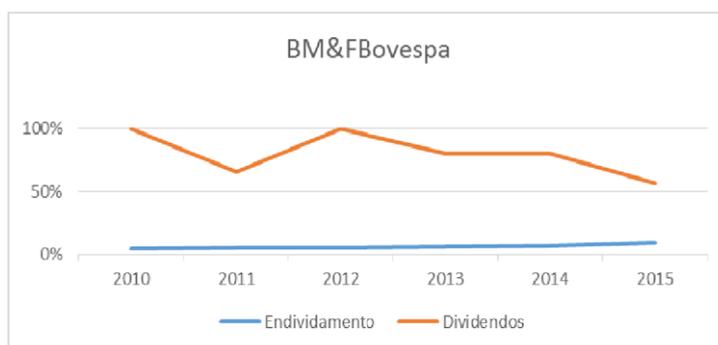
geração de caixa em crescimento, podendo assim manter elevada a distribuição de dividendos apesar do crescimento de seu endividamento.

Gráfico 3: Sem correlação – CCR.



Fonte: elaborado pelo autor.

Gráfico 4: Sem correlação – BM&FBovespa



Fonte: elaborado pelo autor.

Ao contrário dos gráficos 1 e 2, os gráficos 3 e 4 apresentam exemplos de companhias que demonstram endividamento linear, enquanto a distribuição de dividendos aparece com flutuação significativa, não permitindo correlacionar o comportamento de uma variável com o comportamento da outra.

Desta forma, através de uma simples análise visual, percebe-se pouca correlação entre dividendo e endividamento. Este fato se confirma pela análise do coeficiente de correlação linear desenvolvido por Pearson, conhecido como r de Pearson, que indica o nível de intensidade na correlação entre as variáveis que se pretende relacionar (TIBONI, 2010).

Quadro 2: Conclusões do r de Pearson.

$0 < r < 0,3$	A correlação é de inexistente a muito fraca entre as variáveis e nada podemos concluir, pois torna-se difícil estabelecer algum tipo de dependência entre as variáveis.
$0,3 \leq r < 0,6$	A correlação pe de muito fraca a média, porém podemos considerar o valor de r nesse intervalo como indício de uma associação entre as variáveis sem muito significado.
$0,6 \leq r \leq 1$	A correlação é de média para forte, ou seja, as variáveis mantêm dependência significativa.

Fonte: Tiboni (2010).

A tabela 3 apresenta os resultados achados a partir da aplicação do coeficiente de correlação linear conhecido como r de Pearson. Os valores foram calculados considerando o endividamento e a distribuição de dividendos como variáveis.

Tabela 3: r de Pearson.

Ano	r de Pearson
2010	-0,127
2011	-0,126
2012	0,028
2013	0,145
2014	0,368
2015	0,109

Fonte: elaborado pelo autor.

O coeficiente de correlação linear utilizado, r de Pearson, informa que quando o resultado se situa entre 0 e 0,3 indica uma correlação inexistente ou muito fraca entre as variáveis. Os resultados obtidos demonstram que, para as empresas da amostra, há pouca correlação entre as variáveis distribuição de dividendos e endividamento.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema dividendos é assunto amplamente estudado em fianças corporativas, por representar uma decisão importante sobre o lucro gerado pelas empresas e por impactar suas demais políticas financeiras. O estudo de Vancin e Procianoy (2013) relaciona, entre outras variáveis, o baixo endividamento como um dos motivos para que as empresas brasileiras distribuam dividendos acima do mínimo estabelecido em seus estatutos.

Diante desta informação, este estudo busca identificar o nível de correlação entre as políticas de dividendos e o índice de endividamento das companhias de capital aberto brasileiras que compõem o Ibovespa. Para o cumprimento de tal objetivo, buscou-se analisar as notas explicativas e dados obtidos da base da Econômica de 32 companhias de listadas na carteira teórica do Ibovespa para o primeiro quadrimestre de 2016.

Os dados obtidos foram analisados através de análise descritiva. Constatou-se que 27% das empresas deliberaram menos dividendos quando a dívida era maior e 23% das empresas deliberaram mais dividendos quando a dívida era menor. Nas demais distribuições analisadas não foi possível estabelecer correlação entre as variáveis distribuição de dividendos e endividamento, pois observa-se linearidade nos índices de endividamento, ao passo que a distribuição de dividendos não segue a mesma linearidade na mesma proporção. Ademais, esta análise foi confirmada através de da aplicação do coeficiente de correção linear, r de Pearson, não nos permitindo confirmar tal correção entre as variáveis objeto deste estudo para a maioria das empresas estudadas.

Espera-se que esta pesquisa possa contribuir para elucidar o tema dividendos e contribuir de alguma forma para novos estudos relacionados, visto a amplitude e falta de consenso por parte dos estudiosos do tema dividendos, servindo como base para novas pesquisas e auxiliando pesquisadores e investidores em suas decisões.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 7ª ed. São Paulo: Editora Atlas S.a., 2014. 790 p.

ASSAF NETO, A. **Mercado Financeiro**. 13ªed. São Paulo: Atlas, 2015. 403 p.

BEUREN, I. M. **Como Elaborar Trabalhos Monográficos em Contabilidade: Teoria e Prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas S.a., 2004. 195 p.

BM&FBOVESPA. Sobre a BM&FBovespa. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 26 junho 2016.

BHATTACHARYA, S. **Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy**. *Bell Journal of Economics and Management Science*, [S. l.], v. 10, p. 259-270, 1979.

BRASIL. Lei Ordinária nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Lei 6.404/1976.

BRASIL. Lei Ordinária nº 9249, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Lei 9.249/1995.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 10. ed. São Paulo: Amgh Editora Ltda, 2013. 876 p.

DECOURT, R. F; PROCIANOY, J. L. **O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs**. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 4, p. 461-498, 2012.

EASTERBROOK, F. H. Two Agency - Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

FAMÁ, R.; KAYO, E. K. **Teoria de Agência e Crescimento: Evidências Empíricas dos Efeitos Positivos e Negativos do Endividamento**. *Caderno de Pesquisas em Administração*, v.2, n.5, p.1-8, 1997.

FONTELES, I. V.; PEIXOTO JÚNIOR, C. A.; VASCONCELOS, A. C. de; LUCA, M. M. **M. Política de dividendos das empresas participantes do índice dividendos da BM&FBovespa**. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 23, n. 3, p. 173-204, 2012.

FORTI, C. A. B.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. e A.. **Fatores Determinantes do**

Pagamento de Dividendos no Brasil. Revista Contabilidade & Finanças - USP, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.

FUTEMA, M. S.; BASSO, L. F. C.; KAYO, E. K. **Estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio: testes no Brasil.** Revista Contabilidade & Finanças - USP, v. 20, n. 49, art. 4, p. 44-62, 2009.

GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of Finance*, v. 18, n. 2, p. 264-272, 1963.

JENSEN, M.. Agency Costs of Free Cash Flow: **Corporate Finance and Takeovers.** *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323-363, 1986.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure.** *Journal of Financial Economics*, V. 3, n. 4, p. 305-360, out. 1976.

LEMES JUNIOR, A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras.** 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. 547 p.

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

MARQUES, V. A.; ALVES, R. F. C.; AMARAL, H. F.; SOUZA, A. A. **Relação Entre Níveis de Governança, Política de Dividendos, Endividamento e Valor das Empresas Brasileiras.** *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, Belo Horizonte, v. 3, p.4-26, 29 ago. 2015

MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. **Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have In-formation that Investors do not have.** *Journal of Finance Economics*, p. 187-221, 1984.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. **Dividend policy, growth and the valuation of shares.** *The Journal of Business*, Chicago, v.34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. **Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado.** *Revista de Administração*, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

PIETRO NETO, J.; DECOURT, R. F.; GALLI, O. C. Proventos – **A teoria da sinalização: variações de mercado.** *Revista de Administração FACES Journal*, v. 10, n. 4, art. 112, p. 150168, 2011.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JORDAN, B. D.; LAMB, R. **Fundamentos de Administração Financeira**. 9. ed. Porto Alegre: AMGH, 2013.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.; LAMB, R. **Administração Financeira: Versão Brasileira de Corporate Finance**. 10. ed. Porto Alegre: Amgh Editora Ltda, 2015. 1195 p.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade**. Revista de Administração de Empresas, v. 48, n. 2, art. 6, p. 79-86, 2008.

TIBONI, C. G. R. **Estatística Básica**. São Paulo: Atlas S.a., 2010. 332 p.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. **Dividendos: A Vontade de Pagar, ou Não, das Empresas Brasileiras de Capital Aberto**. 2013. 88f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, PPGA Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2013.

VANCIN, D. F.; PROCIANOY, J. L. **Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras**. Revista Brasileira de Finanças (Online), Rio de Janeiro, 14, No. 1, Março 2016, pp. 89-123 ISSN 1679-0731, ISSN online 1984-5146

Data recebimento do artigo: 26/07/2018

Data do aceite de publicação: 15/08/2018