

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA

Daniel Francisco Vancin

DIVIDENDOS: A VONTADE DE PAGAR, OU NÃO, DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

Porto Alegre
2013

Daniel Francisco Vancin

**DIVIDENDOS: A VONTADE DE PAGAR, OU NÃO, DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Administração da Escola de Administração como exigência para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy.

Porto Alegre

2013

CIP - Catalogação na Publicação

Vancin, Daniel

Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das
empresas brasileiras de capital aberto / Daniel
Vancin. -- 2013.

88 f.

Orientador: Jairo Laser Procianoy.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do
Rio Grande do Sul, Escola de Administração, Programa
de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS,
2013.

1. Dividendos. 2. BM&FBovespa. 3. Lei nº 6.404/76.
I. Procianoy, Jairo Laser, orient. II. Título.

Daniel Francisco Vancin

**DIVIDENDOS: A VONTADE DE PAGAR, OU NÃO, DAS
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Dissertação submetida ao Programa de
Pós Graduação em Administração da
Escola de Administração como
exigência para obtenção do título de
Mestre em Administração.

Conceito final:

Aprovado em de de

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Prof. Dr. Guilherme Kirch
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Roberto Frota Decourt
Universidade do Vale do Rio dos Sinos

Orientador – Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

À minha família,

AGRADECIMENTOS

Um texto antigo resume um pouco meus agradecimentos. “Uma noite eu tive um sonho. Sonhei que estava andando na praia com o Senhor e no céu passavam cenas de minha vida. Para cada cena que passava, percebi que eram deixados dois pares de pegadas na areia: um era meu e o outro do Senhor. Quando a última cena da minha vida passou diante de nós, olhei para trás, para as pegadas na areia, e notei que muitas vezes, no caminho da minha vida, havia apenas um par de pegadas na areia. Notei também que isso aconteceu nos momentos mais difíceis e angustiantes da minha vida. Isso aborreceu-me deveras e perguntei então ao meu Senhor: - Senhor, tu não me disseste que, tendo eu resolvido te seguir, tu andarias sempre comigo, em todo o caminho? Contudo, notei que durante as maiores tribulações do meu viver, havia apenas um par de pegadas na areia. Não compreendo por que nas horas em que eu mais necessitava de ti, tu me deixaste sozinho. O Senhor me respondeu: - Meu querido filho. Jamais te deixaria nas horas de prova e de sofrimento. Quando viste na areia, apenas um par de pegadas, eram as minhas. Foi exatamente aí, que te carreguei nos braços.”

Agradeço ao meu pai pelo exemplo de vida e conselhos. Às minhas mães, pelo amor incondicional. Aos meus irmãos Paulo e Liana por toda a ajuda e carinho dados. À minha noiva Bruna pela atenção, carinho e auxílio durante todo o curso de mestrado.

Um agradecimento especial ao professor, orientador e amigo Dr. Jairo Laser Procianoy. Quando as dificuldades pareciam demasiadamente grandes, suas palavras de apoio e conselhos foram fundamentais.

A todos vocês que em algum momento me carregaram nos braços...

RESUMO

Este estudo busca identificar os fatores que influenciam algumas companhias listadas na BM&FBovespa a pagar dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido em lei. Para alcançar este objetivo foi utilizado um modelo de regressão múltiplo com uma amostra de 1118 distribuições de dividendos no período de 2007 a 2011. Verificou-se que as variáveis: endividamento, investimento, dispersão e estabilidade da política de dividendos, influenciam as empresas listadas na bolsa de valores brasileira a pagar proventos acima do mínimo obrigatório. Dessa forma, esta pesquisa contribui para a compreensão do tema dividendos no Brasil, pois essa parcela extra de dividendos fica a critério das companhias, sem nenhuma obrigação legal. Assim, identificar quais fatores influenciam o pagamento acima do mínimo estabelecido em lei, é identificar também os fatores que influenciam a real decisão de pagar dividendos por parte das empresas.

Palavras-chave: dividendos, BM&FBovespa, lei n° 6.404/76.

ABSTRACT

This study seeks to identify the factors that influence some companies listed on the BM&FBovespa to pay dividends above the minimum required by the law. To accomplish this, a multiple regression model was used with a sample of 1118 dividend distributions in the period 2007-2011. It was found that the variables: debt, investment, dispersion and stability of dividend policy, influence companies listed on the Brazilian stock exchange to pay dividends above the minimum required. Thus, this research contributes to the understanding of the issue dividends in Brazil, because that extra portion of dividends is a decision of the companies, without any legal obligation. Therefore, identifying which factors influence the payment above the minimum established by the law, is also identify the factors that influence the actual decision to pay dividends by the companies.

Keywords: dividends, BM&FBovespa, law n°6.404/76.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Cronograma de eventos.....	37
Quadro 1 – Base de cálculo de dividendos para empresas com estatutos social omissos.....	44
Figura 2 - Forma da relação logística entre variáveis.....	46
Figura 3 – Percentual de empresas brasileiras de capital aberto com estatutos sociais omissos e não omissos.....	57
Gráfico 1 – Percentual mínimo de lucro da empresa distribuído via dividendos, para companhias com estatutos sociais não omissos.....	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Características das reservas de lucros no Brasil.....	29
Tabela 2 – Diferenças entre JSCP e dividendos.....	34
Tabela 3 – Classificação do pagamento de dividendos.....	60
Tabela 4 – Segmentação da amostra por setor.....	62
Tabela 5 – Regras práticas sobre o valor do coeficiente de correlação.....	63
Tabela 6 – Matriz de correlação das variáveis independentes.....	64
Tabela 7 – Fator de inflação de variância.....	65
Tabela 8 – Resultados da regressão logística.....	67
Tabela 9 – Matriz de classificação do modelo.....	68
Tabela 10 – Estatísticas descritivas das variáveis.....	69
Tabela 11 – Resultados da regressão múltipla.....	71

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – American Depositary Receipt
AGE – Assembléia Geral Extraordinária
AGO – Assembléia Geral Ordinária
CFO – Chief Financial Officer
CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
FIV – Fator de Inflação de Variância
IRPJ – Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IRRF – Imposto de Renda Retido na Fonte
JSCP – Juros Sobre o Capital Próprio
LLA – Lucro Líquido Ajustado
LSA – Lei das Sociedades por Ações
M&M – Modigliani e Miller
RCA – Reunião do Conselho de Administração
TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2	JUSTIFICATIVA	18
1.3	OBJETIVOS	20
1.3.1	Objetivo geral	20
1.3.2	Objetivos específicos	20
2	REFERENCIAL TEÓRICO	21
2.1	RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS.....	23
2.2	IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS.....	24
2.3	EFICIÊNCIA INFORMACIONAL	26
2.4	LEGISLAÇÃO BRASILEIRA	28
2.4.1	Espécies de ações	31
2.4.1.1	Ação ordinária	31
2.4.1.2	Ação preferencial	31
2.4.2	Juros sobre capital próprio (JSCP)	33
2.5	PREÇO DAS AÇÕES E DIVIDENDOS	35
2.5.1	Momentos importantes na política de dividendos	37
2.6	INFLUÊNCIA DOS IMPOSTOS	39
2.6.1	Efeito clientela	40
2.6.2	Aspectos tributários do Brasil	41
3	MÉTODO	43
3.1	COLETA DE DADOS E AMOSTRA	43
3.2	REGRESSÃO LOGÍSTICA	46
3.3	VARIÁVEIS INDEPENDENTES	48
3.4	REGRESSÃO MÚLTIPLA	52
4	RESULTADOS	56
4.1	ESTATUTOS SOCIAIS	56
4.2	ATAS DAS ASSEMBLÉIAS GERAIS ORDINÁRIAS	59
4.3	CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES ..	63
4.4	DIFERENCIAÇÃO DE GRUPOS	65

4.5	FATORES DETERMINANTES NO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS ACIMA DO MÍNIMO LEGAL	69
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	73
	REFERÊNCIAS.....	75
	ANEXO A – ARTIGOS 201 À 205 DA LEI 6.404/76	82
	ANEXO B – ARTIGOS 1° AO 12° DA LEI 9.249/95.....	85

1 INTRODUÇÃO

O desenvolvimento do mercado de capitais é importante para a expansão de economias saudáveis, sendo que um mercado de capitais forte representa maior crescimento econômico e, nele, as empresas encontram uma importante fonte de financiamento para suas atividades. Segundo Pinheiro (2009), o mercado de capitais e, especificamente, o mercado primário de ações, pode ser considerado como possibilidade interessante para a realização de investimentos com riscos reduzidos, além de representar uma das mais importantes fontes de desenvolvimento econômico. O autor ainda salienta algumas razões da importância dos mercados de capitais para o crescimento econômico, como o aumento das alternativas de financiamento das empresas; a redução do custo global de financiamentos; a diversificação e distribuição do risco entre os aplicadores e a democratização do acesso ao capital.

No contexto nacional, é notório o crescimento do mercado de capitais brasileiro nas últimas décadas (RODRIGUES, 2012). Contudo, tem-se um longo caminho para trilhar até se alcançar o mesmo patamar de nações mais desenvolvidas. Kandir (2011) relata que nos últimos anos menos de 10% dos investimentos realizados por companhias brasileiras tiveram como fonte o mercado de capitais. No mesmo sentido, Andrade e Rosseti (2009) consideram ser pouco expressivo, entre as 500 maiores sociedades anônimas do Brasil, o número das que têm capital aberto – cerca de 43%.

A importância dos mercados de capitais não fica restrita às empresas, também para os investidores, os financiadores das empresas, um mercado de capital forte é fundamental.

Ao investir em ações de companhias abertas, os acionistas podem obter rentabilidade de duas maneiras basicamente: por ganho de capital e através de políticas de dividendos.

O ganho de capital nada mais é do que o lucro obtido com a diferença entre o valor de aquisição da ação e o valor de sua venda. Nesse caso, o investidor adquire ações na expectativa de valorização de seus preços. No

Brasil essa operação é tributada com alíquota de 15%, exceto as operações de 'daytrade'¹ que possuem tributação de 20% (PINHEIRO, 2009).

Por sua vez, o dividendo é uma parcela do lucro líquido que é distribuída aos investidores, como uma forma de remuneração de seu capital. O montante a ser pago e a forma de distribuição são decisões complexas que geram inúmeras pesquisas a respeito. Por exemplo, os impostos pessoais podem influenciar imensamente a escolha de uma empresa entre pagar dividendos e recomprar ações. Partindo do pressuposto que ambas escolhas geram, em mesmo valor, diminuição no caixa da empresa e no valor contábil do patrimônio líquido (DAMODARAN, 2004). Sendo que a única diferença entre os dois métodos de distribuição de dinheiro é o montante do passivo fiscal gerado por cada um (GRINBLAT; TITMAN, 2005).

A definição da política de dividendos é um aspecto de grande relevância para as companhias. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2008), este é um assunto importante das finanças corporativas e representa um grande desembolso de caixa para muitas corporações. Envolve a decisão das empresas por reter lucros ou distribuí-los como dividendos. A política ótima de dividendos é aquela onde se atinge o equilíbrio entre dividendos correntes e crescimento futuro, maximizando o preço das ações (LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2002).

Divergências ocorrem desde os primeiros trabalhos sobre o assunto, como a proposta de relevância dos dividendos estudada por Lintner (1962) e Gordon (1963) em oposição a de irrelevância criada por Modigliani e Miller em 1961.

Conjuntamente, os fatores que influenciam a distribuição de dividendos, tais como legislação e tributação, variam de país para país. Assim, devem ser consideradas as diferentes características das nações ao executar um trabalho sobre o tema. Portanto, o presente trabalho tem como propósito buscar quais são os fatores que influenciam as empresas brasileiras, listadas na BM&FBovespa, a distribuírem dividendos acima do mínimo estabelecido em lei.

Para tal, foram estudados os estatutos sociais de 496 companhias com o intuito de determinar o pagamento mínimo obrigatório de dividendos de cada

¹Uma operação *daytrade* é caracterizada por uma compra e uma venda de um mesmo ativo em um mesmo dia, independente da ordem (compra ou venda).

uma das empresas. Após, as atas das assembleias gerais ordinárias destas empresas foram analisadas e, se determinou quais as que pagaram dividendos acima do valor mínimo obrigatório e quais as que pagaram apenas o mínimo. Com base nestes dados, foi possível a criação de um modelo de regressão logística para estimar quais são os fatores que segmentam as empresas nesses dois grupos e, de um modelo de regressão múltipla, com o intuito de determinar os fatores que influenciaram as empresas que pagaram acima do mínimo a fazerem esta escolha.

O presente trabalho procurou abordar os fatores que influenciam no pagamento de dividendos sob uma nova perspectiva, levando em consideração a questão legal sobre o assunto.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Os gestores das empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) submetem à AGO² (assembleia geral ordinária) ou à AGE² (assembleia geral extraordinária) como, quando e quanto do lucro líquido será distribuído aos acionistas. No intuito de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa, Decourt e Procianoy (2012) realizaram uma ampla pesquisa com o CFO³ destas companhias. Neste trabalho foi identificado que a decisão final sobre política de dividendos cabia, na maioria dos casos, aos seus conselhos de administração. Estes consideram, como principais fatores para a definição dos dividendos, o lucro líquido e geração de caixa.

Intuitivamente, verifica-se a importância da política de dividendos tanto para as empresas quanto para os acionistas, pois ela determinará o montante pago a estes como remuneração pelo seu capital e representará desembolso por parte das empresas. No entanto, a quantidade ideal deste montante gera

²Ver Procianoy (2006) sobre momentos importantes na política de distribuição de dividendos.

³ Sigla da língua inglesa que significa "Chief Financial Officer".

bastante controvérsia entre seus estudiosos (FREIRE *et al.*, 2005; GRINBLATT; TITMAN, 2005).

Damodaran (2004) utiliza uma abordagem de fluxo de caixa para decidir se uma empresa está pagando em excesso ou pouco aos seus acionistas. Este fluxo de caixa é formado pelos recursos que sobram após as necessidades de reinvestimento serem atendidas e suas dívidas quitadas. Após mensurado o fluxo de caixa, analisa-se a qualidade dos projetos das empresas: empresas com melhores projetos teriam liberdade para acumular mais caixa em vez de distribuí-lo, e o contrário também seria verdadeiro.

Hoagland (1947) enumera nove fatores importantes que o conselho de administração leva em consideração ao determinar suas políticas de dividendos:

1) Condição financeira atual: a quantidade de dinheiro disponível para a companhia, em qualquer período, pode ser considerada fator determinante na declaração de dividendos. Empresas que dão importância ao pagamento de dividendos provavelmente possuem excedentes de caixa.

2) Necessidade de capital adicional: empresas que dependem dos seus próprios recursos para crescer provavelmente os utilizarão para esta finalidade ao invés de distribuí-lo aos seus acionistas.

3) Extensão da distribuição de ações (pulverização): como regra geral, acionistas de uma corporação cujas ações são amplamente distribuídas têm menos conhecimento sobre as decisões da empresa do que os de corporações menos pulverizadas. Os primeiros preferem o ganho regular de dividendos para assim compensar a falta de informação.

4) Segmento econômico da empresa: a natureza dos negócios da corporação influenciará sua política de distribuição de lucros. Empresas de caráter especulativo, com ganhos altamente instáveis, terão políticas de dividendos diferentes de companhias com lucros mais estáveis.

5) Idade da corporação: empresas mais jovens poderão ter maior necessidade de utilizar seus lucros para crescer ao invés, por exemplo, de utilizá-lo para o pagamento de dividendos.

6) Estágio no ciclo de negócios: este fator influencia a política de dividendos de várias formas. Questões como lucros, demanda por capital,

caixa, opções de crédito, variam de acordo com o ciclo de negócios da companhia, afetando sua distribuição de lucro.

7) Mudanças na política pública (legislação): alterações na legislação podem afetar economicamente as empresas e, conseqüentemente, influenciar suas decisões sobre proventos aos acionistas.

8) Impostos: historicamente este fator é de grande relevância para a distribuição de dividendos pelas corporações. Empresas optam pelo montante a ser distribuído via dividendos com base nas vantagens ou desvantagens fiscais concedidas aos acionistas e às próprias empresas e que são impostas pela legislação.

9) Contingências: muitos fatores podem afetar a política de dividendos das empresas, mas nem todos podem ser previstos. Mudanças repentinas nos cenários micro e macro econômicos podem afetar profundamente a distribuição de lucros.

No contexto brasileiro, Heineberg e Procianoy (2003) estudaram os determinantes da política de dividendos das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa. Ficou constatado que o valor do lucro ou prejuízo líquido e os proventos pagos em dinheiro no ano anterior são as variáveis com maior poder de explicação na determinação dos proventos pagos em dinheiro no ano corrente.

No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações. Esta estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) Quota destinada à constituição da reserva legal;
- b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;
- c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício.

O segundo inciso do artigo 202 dessa mesma lei estabelece que quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir

norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Estas imposições legais resultam em proteção aos acionistas minoritários, visto que estabelecem um patamar mínimo de pagamento de dividendos. Procianoy (2006) ressalta a importância desse inciso ao verificar que, no Brasil, há uma tendência das empresas em reter a maior parcela possível dos lucros.

Conforme o exposto, a legislação brasileira impõe às empresas uma quantia mínima de proventos a serem distribuídos aos seus acionistas. As companhias listadas na bolsa brasileira têm a obrigação (e não a opção) de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros. Observa-se no mercado de capitais nacional, entretanto, que muitas companhias optam por distribuir valores acima do valor mínimo legal. Estas empresas, por iniciativa própria, decidem pagar proventos a seus acionistas maiores do que o determinado pela lei. Dessa forma, o problema de pesquisa que estimulou esse trabalho foi conhecer os fatores que influenciam as empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa a optar por pagar dividendos acima do mínimo estabelecido em lei. Visto que esta atitude representaria um dispêndio extra no caixa da própria, sem nenhuma obrigação legal.

1.2 JUSTIFICATIVA

O interesse pelos dividendos é crescente no Brasil, sendo que Procianoy (2006) crê em alguns aspectos determinantes para este aumento, como por exemplo, a queda da inflação. Anteriormente, após o valor monetário dos dividendos ser definido em assembleias, ele era quase que instantaneamente corroído pela inflação antes mesmo do seu efetivo pagamento. Para quantificar esse aumento de interesse, Rebouças (2006) relata que os ganhos com dividendos no Brasil distribuídos por companhias de capital aberto é o maior entre os países do BRIC (Brasil, Rússia, Índia e China) e superam a média internacional.

No seu estudo com grandes companhias em 33 países, La Porta *et al.* (2000) identificaram que empresas situadas em países com melhor proteção ao acionista pagam dividendos maiores. Nos últimos anos, segundo Andrade e Rosseti (2009), o Brasil experimentou drásticas reformas em seus estatutos legais, juntamente com novas regulamentações e recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Fatos estes que mudaram o cenário da governança corporativa no país, aumentando a proteção ao investidor.

Ao declarar e pagar dividendos, as empresas emitem um forte sinal sobre a visão dos gestores a respeito do futuro dos negócios, reduzindo a assimetria informacional (AMIHUD; MURGIA, 1997; PROCIANOY, 2006). Através da política de dividendos, pode-se extrair informações a respeito das condições presente e futura das companhias.

Outro ponto que traz interesse extra para o assunto é a tributação. No Brasil, investidores não precisam pagar imposto sobre ganhos com dividendos. O que não ocorre com ganhos de capital. Assim, muitos investidores baseiam sua decisão nessa vantagem fiscal, optando por ativos que possuam bom histórico ou perspectivas de pagamento de dividendos (LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2002).

Esse crescente aumento de interesse sobre dividendos evidenciado na literatura levanta novas questões sobre o tema na perspectiva do investidor nacional. Parte da literatura estrangeira não pode ser aplicada diretamente à realidade nacional⁴. Então, estudar o contexto e as condições específicas do mercado brasileiro possui grande relevância. Dessa forma, este estudo busca informações adicionais para a compreensão do tema dividendos no contexto brasileiro.

Companhias que distribuem apenas o dividendo mínimo obrigatório estão simplesmente cumprindo à legislação. Entretanto, empresas que pagam acima deste mínimo sinalizam ao mercado que esta decisão foi tomada com base em critérios próprios, sem nenhuma obrigação legal. Assim, identificar os fatores e condições que levam diversas empresas a optar por pagar dividendos acima do mínimo estabelecido na lei brasileira é importante para compreender a política de dividendos no Brasil. Dessa forma, investidores possuirão maiores

⁴ Ver conceito redução sociológica criado por Guerreiro Ramos (1965).

informações para realizar sua alocação de capital, diminuindo a assimetria informacional e, conseqüentemente, realizando operações com menos riscos devido a maiores informações sobre o evento.

1.3 OBJETIVOS

Nesta seção serão apresentados os objetivos geral e específicos para esta dissertação.

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo geral deste trabalho é investigar os fatores que influenciam algumas companhias listadas na BM&FBovespa a pagar dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido em lei.

1.3.2 Objetivos específicos

Os objetivos específicos consistem nas etapas a serem cumpridas para se atingir o objetivo geral proposto. O presente estudo propõe três objetivos específicos:

- i) Observar o que é estabelecido atualmente nos estatutos sociais das empresas listadas na BM&FBovespa com relação a distribuição de lucros;
- ii) Verificar quais fatores diferenciam as empresas que pagam dividendos acima do mínimo legal das empresas que pagam apenas o mínimo;
- iii) Identificar se determinadas características da empresa, tais como endividamento, liquidez e lucratividade podem afetar na escolha de política de dividendos que remunere o acionista acima do mínimo estabelecido em lei.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A política de dividendos especifica as diretrizes de uma empresa a respeito da distribuição de dinheiro aos acionistas. Segundo Gitman (2001) ela deve ser formulada seguindo dois preceitos básicos: maximizar a riqueza dos proprietários e fornecer o financiamento suficiente para a empresa.

Ross, Westerfield e Jordan (2008) relatam que a decisão mais importante a ser tomada por parte das companhias sobre a política de dividendos é a escolha entre pagar em dinheiro a seus acionistas pela remuneração do seu capital; ou então optar por reter esse dinheiro e investi-lo para os mesmos.

Dentre as formas de distribuição de lucro, Procianoy (2006) cita o pagamento de dividendos em dinheiro como a mais comum, porém não a única. Outra forma, também em dinheiro, é conhecida por juros sobre capital próprio – JSCP. Este gera uma despesa dedutível do imposto de renda para a empresa e tributação para o acionista. Esse mecanismo foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro em 1995. Os JSCP são apurados com base no capital dos acionistas, cujo valor pode ser deduzido do resultado da empresa na forma de despesas financeiras (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007). Assim, reduz-se a base de cálculo do imposto de renda das empresas e gera deduções na sua carga tributária.

Porém, a empresa não necessita utilizar apenas dinheiro para remunerar seus acionistas. Outra maneira de fazê-lo é através da recompra de ações. Neste caso, a empresa recompra parte de suas próprias ações no mercado de capitais e, ao fazê-lo, estará distribuindo uma parte excedente do seu caixa e parte do seu lucro para seus acionistas.

Pagar dividendos e recomprar ações produzem os mesmos efeitos sobre uma empresa. O caixa da empresa diminui no montante da recompra de ações ou dividendos, e o valor contábil do patrimônio líquido decresce no mesmo valor (DAMODARAN, 2004).

Liang *et al.* (2012) relataram que a motivação para a realização da recompra de ações depende do estágio do ciclo de vida da empresa. Empresas em estágio de crescimento tendem a anunciar programas de recompras de

ações com o intuito de sinalizar o valor depreciado de suas ações. Já empresas maduras fariam o mesmo para distribuir o excesso do seu fluxo de caixa.

Muitos autores consideram a recompra de ações como uma sinalização ao mercado do baixo preço de suas ações. Este fato é reforçado por alguns estudos como de Kadiyala e Rau (2004) e de Hackethal e Zdantchouk (2006) que encontram retornos anormais positivos em torno da data de anúncio de programas de recompra de ações.

Outros eventos relacionados à política de dividendos são o desdobramento de ações e as bonificações em ações. A bonificação é um pagamento feito por uma empresa a seus proprietários na forma de ações, diluindo o valor de cada ação em circulação. Já o desdobramento é um aumento das ações em circulação de uma empresa sem nenhuma alteração no patrimônio de seus proprietários.

Estas atividades não distribuem dinheiro para os acionistas, apenas aumentam o número de ações em circulação. Procianny (2006) não considera estes eventos como integrantes da política de dividendos por não distribuírem lucros aos acionistas. Afinal, não haveria transferência de recursos da empresa ao acionista: caso este vendesse as ações que recebera como bonificação ou desdobramento, estaria apenas reduzindo sua participação no capital da empresa. Ambas resultam no mesmo impacto sobre a empresa e o acionista: aumentam o número de ações em circulação e reduzem o valor por ação (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

Uma explicação para a ocorrência dessas atividades reside na crença muito popular no mercado financeiro sobre a existência de uma faixa ótima para o preço das ações, apesar de haver pouca evidência empírica para sustentar tal fato (BRIGHAM; EHRHARDT, 2007). Baseando-se muito mais num comportamento irracional do mercado, empresas teriam benefícios em manter a cotação de suas ações dentro de uma banda de preços, sem nenhuma razão técnica mais rigorosa (ASSAF NETO, 2010).

2.1 RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

O conceito-base que suporta a teoria de relevância de dividendos é atribuído a Myron Gordon (1963) e John Lintner (1962). Os autores sugerem a existência de uma relação direta entre a política de dividendos de uma empresa e seu valor de mercado. Suas idéias e argumentos ficaram conhecidos pela expressão “pássaro-na-mão”, pois sugere que investidores são geralmente avessos ao risco. Assim, atrelam menos risco aos dividendos atuais do que a dividendos futuros ou títulos a pagar, ou seja, mais vale um pássaro na mão do que dois voando.

Gordon (1963) resumiu seus argumentos em dois pontos básicos: aversão ao risco e aumento na incerteza de um recebimento com o passar do tempo no futuro. O autor propôs que a taxa única de desconto de um investidor é representada pela função crescente da taxa de crescimento do dividendo, conforme equação 1. A consequência desse teorema é de que a política de dividendos por si só afeta o valor das ações.

$$P_0 = \int_0^{\infty} D_t e^{-kt} dt \quad (\text{eq.1})$$

Onde:

P_0 = valor da ação;

D_t = dividendos pagos no período t;

k = é um operador de D_t que os reduzem para seu valor presente para o investidor.

Portanto, acredita que o pagamento de dividendo circulante reduz a incerteza do investidor, os induzindo a descontar os resultados da empresa a uma taxa menor e a precificar suas ações a um patamar maior.

Ainda conforme Gordon (1963), o valor da ação é resultado da soma dos seus fluxos futuros esperados, sendo o dividendo parte integrante destes fluxos conjuntamente aos ganhos de capital. Assim, um aumento nos dividendos deveria refletir no preço da ação.

Allen e Michaely (1995) relatam que os autores defensores da relevância dos dividendos acreditam que quanto maior forem os dividendos pagos, maior

será o valor da empresa. Esta crença seria derivada do conceito de dividendos descontados, que serviria como base de cálculo para a avaliação do valor da firma. Matematicamente poderia ser expressa segundo a equação 2:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + r_t)^t} \quad (\text{eq.2})$$

Onde:

V_0 = valor da firma na data 0 (zero);

D_t = os dividendos pagos pela firma no final do período t;

r_t = custo de capital dos investidores no período t.

2.2 IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Segundo Assaf Neto, Lima e Ambrozini (2007), até a década de 1950 as finanças corporativas focavam no estudo dos resultados contábeis, em termos de endividamento, liquidez, solvência, rentabilidade e outros indicadores de desempenho.

Então em 1961, Franco Modigliani e Merton Miller – também conhecidos por M&M - publicaram um trabalho clássico onde argumentam, através de uma revisão teórica, que dividendos são irrelevantes em um mercado perfeito. Por perfeito entenda-se sem atritos: impostos, custos de negociação ou outras imperfeições de mercado.

Esta teoria defende a hipótese de que o pagamento de dividendos não altera o valor da firma nem a riqueza de seus acionistas. O valor da firma seria determinado pela sua política de investimentos e pelo retorno obtido por seus ativos. Assim, seus investidores seriam indiferentes quanto à origem do seu lucro: seja ele via dividendos, ou seja por ganhos de capital via valorizações de suas ações.

Conseqüentemente, o que deveria importar aos investidores seria o aproveitamento dos projetos de valor presente líquido positivo segundo a política de investimentos das empresas. Sendo assim, não haveria diferença para os acionistas se a empresa financiasse o novo projeto de investimento

cortando dividendos (financiamento interno) ou emitindo novas ações (financiamento externo).

Conforme Damodaran (2004), a idéia básica da irrelevância dos dividendos é simples. As empresas que pagam mais dividendos oferecem uma valorização menor de suas ações, mas têm de prover o mesmo retorno total para os acionistas, levando-se em conta suas características de fluxo de caixa e risco. Em contrapartida, companhias que pagam menos dividendos deveriam oferecer maior rentabilidade em ganhos de capital.

Para ilustrar os argumentos de M&M, Allen e Michaely (1995) supõe um mercado perfeito sem impostos onde, na data t , o valor da firma (V_t) é dado pela equação 3.

$$V_t = \text{valor presente dos pagamentos} \quad (\text{eq.3})$$

Pagamentos incluem dividendos e recompra de ações. Para simplificar a explicação, consideraram dois períodos (t e $t+1$). Na data t , a empresa possui ganhos (G_t) e deve decidir sobre o seu nível de investimento (I_t), de dividendos (D_t) e o montante de ações a serem emitidas (ΔS_t). Caso haja recompra de ações, ΔS_t terá sinal negativo.

Já o nível de ganhos em $t+1$ – denotado $G_{t+1}(I_t, \theta_{t+1})$ – é função do investimento e da variável randômica θ_{t+1} . Então, ao adotar a idéia de mercados completos teremos a equação 4.

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (\text{eq.4})$$

Onde:

$p_t(\theta_{t+1})$ = preço de consumo no estado θ .

Já a equação 5 demonstra a identidade dos recursos e usos de fundos no período t .

$$E_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (\text{eq.5})$$

Onde:

E_t = ganhos do período.

Usando a equação 5, podemos substituir na equação 4 a política de dividendos da empresa:

$$V_t = E_t - I_t + \int p_t(\theta_{t+1}) E_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (\text{eq.6})$$

Fica evidenciado na equação 6 um dos argumentos de M&M. Já que o ganho (G_t) é dado, o único determinante do valor da empresa é o investimento em t (I_t). O valor da firma seria maximizado pela escolha apropriada da política de investimento.

2.3 EFICIÊNCIA INFORMACIONAL

Segundo Bodie e Merton (2002), o preço de mercado de um ativo é um bom parâmetro de seu valor fundamental. Os autores afirmam que, por muitas vezes, o preço da ação de uma companhia oscila em resposta a algum acontecimento relevante ao futuro da mesma. Entre diversos exemplos possíveis, pode-se citar o próprio pagamento de dividendos. Em situações como esta, diz-se que o mercado está “reagindo” às novas informações sobre determinado ativo.

Um dos primeiros estudos e de grande relevância sobre o assunto foi o de Fama (1970). O autor, em seu estudo dos preços das ações, inferiu que o mercado de capitais é eficiente, ou seja, o preço das ações se ajusta muito rapidamente a novas informações.

Algumas bolsas de valores, como a de Nova York, são eficientes, pois são compostas por muitos investidores racionais que reagem de maneira rápida e objetiva a novas informações (GITMAN, 2001). A hipótese de mercado eficiente afirma que os títulos costumam estar em equilíbrio, ou seja, têm preço justo. Assim, conforme Jensen (1978), investidores não precisam perder tempo buscando títulos de valores incorretos (subavaliados ou super-avaliados). Afirma também que, em qualquer período de tempo, os preços dos títulos refletem integralmente todas as informações de domínio público a respeito da empresa, e esses preços reagem rapidamente a novas informações.

Existe uma clara percepção na literatura sobre o caráter informativo do pagamento de dividendos (BODIE; MERTON, 2002; ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008). Para ilustrar tal percepção, pode-se citar o fato do mercado financeiro mundial observara tendência de aumento no preço das ações após divulgação de aumento nos dividendos e diminuição no preço das ações após

cortes nos níveis de dividendos (GRINBLATT; TITMAN, 2005). Modigliani e Miller (1961) argumentam que as empresas resistem ao corte nos dividendos, e também não os aumentam sem a existência de previsões de acréscimo no seu lucro futuro.

M&M defendem também que as reações dos investidores às mudanças na política de dividendos não estaria atrelada a sua preferência a dividendos ou a retenção de lucros. Ao invés disso, a reação na cotação das ações posteriores a esta mudança seria resultado do conteúdo informacional, ou sinalização, dos anúncios a respeito de dividendos.

Em mercados racionais, o aumento do preço da ação com o anúncio do aumento de dividendos reflete uma reação às mudanças de *payout*⁵, e pode ou não também refletir uma reação a novas informações implícitas sobre ganhos (AMIHUD; MURGIA, 1997). Assim, quando mudanças nos níveis de dividendos realmente revelarem informações sobre novos ganhos, esta revelação pode ocorrer de forma passiva, inadvertidamente, apenas como resultado das decisões de *payout* dos gestores (DeANGELO; DeANGELO; SKINNER, 1992). Ou também pode refletir a escolha deliberada dos gestores de utilizar a política de dividendos para comunicar a sua visão sobre os futuros ganhos da empresa para investidores externos.

Muitos executivos financeiros hesitam em considerar cortes em dividendos por considerá-los uma forma de sinalização para o mercado (BRAV *et al.*, 2005). Ao cortar dividendos, as empresas estariam demonstrando fraqueza ao mercado e assim dificultando, por exemplo, a busca por crédito a menores taxas no mercado. Contudo, alguns estudos como Benartzi, Michaely e Thaler (1997) não conseguiram encontrar evidências que mudanças nos dividendos têm caráter informativo sobre futuros ganhos das companhias. Apesar de haver uma poderosa ligação entre lucros passados e presentes com o pagamento de dividendos, o valor de previsão de mudanças de dividendos é mínimo segundo os autores.

⁵*Payout* é a taxa de distribuição do lucro da empresa através da sua política de dividendos.

2.4 LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA). Estabelece em seu artigo 202 que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto, ou se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) Quota destinada à constituição da reserva legal;
- b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;
- c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício.

É importante salientar que a legislação define como lucro líquido do exercício, o resultado do exercício que remanescer depois de deduzidos (primeiramente) os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda. Sobre este saldo, são deduzidas também as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. O saldo destas deduções será considerado o lucro líquido do exercício, que será utilizado como base de cálculo para a distribuição de dividendos.

No segundo inciso do mesmo artigo, é estabelecido que, em caso do estatuto não ser omissivo em relação à sua distribuição, o dividendo obrigatório mínimo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado⁶. O lucro líquido ajustado é calculado deduzindo-se do lucro líquido contábil o valor para a constituição da reserva legal, a reserva de contingências e a reserva de lucros a realizar.

⁶ Notar a diferença entre lucro líquido contábil e lucro líquido ajustado.

Tabela 1 - Características das reservas de lucros no Brasil.

NOME	FINALIDADE	PERCENTUAL	LIMITE MÁXIMO
Reserva Legal	Compensar prejuízos e aumentar capital.	5% do lucro líquido do exercício	20% do capital social individualmente ou 30% do capital social quando somado às Reservas de Capital.
Reserva para Contingência	Dar cobertura a eventuais prejuízos futuros.	Determinado pelo estatuto da empresa.	Determinado pelo estatuto, porém não pode restringir o pagamento do dividendo mínimo obrigatório.
Reserva de Lucros a Realizar	Não permitir que dividendos sejam pagos sem que o lucro seja realizado financeiramente.	Depende do percentual do lucro que ainda não foi realizado financeiramente.	Não há.

Fonte: Assaf Neto, Lima e Ambrozini (2007).

Conforme o artigo 193 da LSA, 5% do lucro líquido do exercício serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, na constituição da reserva legal, a qual não poderá exceder 20% do capital social. Tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar capital. Já o artigo 194 da mesma lei, determina que a assembléia geral poderá destinar parte do lucro líquido à formação de reservas para contingências, possuindo a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável. A reserva de lucros a realizar⁷ poderá ser constituída no exercício em que o montante do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício.

⁷ Conforme o artigo 197 da LSA.

O objetivo de estabelecer um dividendo mínimo obrigatório seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros (La Porta *et al.*, 2000; Coelho, 2002). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital.

Uma grande preocupação do direito comercial é a proteção da minoria nas sociedades por ações. Por muitas vezes, os acionistas majoritários cortam a distribuição de dividendos. Contra essa prática viciosa, a lei em seu texto não oferece corretivo (REQUIÃO, 2011). O autor relata ainda que a assembléia geral pode determinar o não pagamento dos lucros verificados no exercício, constituindo fundos de reserva com os mais diversos títulos criados.

A legislação permite que o valor destinado ao pagamento de proventos seja retirado apenas das contas lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucro. Dessa forma, sem existir lucro apurado no exercício encerrado, lucro acumulado de exercícios anteriores ou parcelas de lucros já apropriados como reservas, não é permitida a distribuição de dividendo (MARTINS, 1984). Essa proibição visa proteger a integridade do capital social.

Em contrapartida, o quarto inciso do artigo 202 da LSA estabelece que o dividendo mínimo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da empresa. Esses proventos deverão ser registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios posteriores, deverão ser pagos como dividendo assim que a situação financeira da empresa permita.

O pagamento dos dividendos será feito à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação. Deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembléia geral, no prazo de 60 dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social (MAMEDE, 2004).

A legislação prevê tratamento diferenciado entre ações preferenciais e ordinárias em relação ao pagamento de dividendos. As ações preferenciais possuem prioridade na distribuição de dividendo, prioridade no reembolso de

capital (no caso de liquidação da empresa) e na acumulação das preferências e vantagens anteriormente citadas (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007).

2.4.1 Espécies de ações

A terceira seção da LSA estabelece distinções entre as espécies de ações. O artigo 15 declara que as ações, conforme a natureza dos direitos ou vantagens que confirmam a seus titulares, são: ordinárias, preferenciais, ou de fruição.

Fazzio Júnior (2005) observa que, na realidade, as espécies de ações são apenas duas (ordinárias e preferenciais). A ação de fruição é ação ordinária ou preferencial (conforme o caso), cujo valor foi restituído, antecipadamente a seu titular, como se a companhia tivesse sido liquidada. Não se qualifica pela participação no capital da empresa.

2.4.1.1 Ação ordinária

Também chamadas de ações de direção, as ações ordinárias conferem a seus possuidores a totalidade dos direitos sociais, ou seja, a participação nos resultados (dividendos) e voto nas deliberações sociais (COELHO, 2002).

O artigo 110 da LSA confere a cada ação ordinária 1 (um) voto nas deliberações da assembléia geral. Sendo que o estatuto social pode estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista.

2.4.1.2 Ação preferencial

Originária do direito anglo-americano, a ação preferencial sem direito de voto passou a ter maior importância nos últimos cinquenta anos. Existindo em

vários países, possuem a finalidade de obtenção de recursos por parte das companhias, sem a modificação do seu respectivo controle (WALD, 2011).

O artigo 17 da LSA enumera as preferências ou vantagens que poderão ser concedidas às ações preferenciais:

- Prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;
- Prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele;
- Na acumulação das preferências ou vantagens citadas anteriormente.

No primeiro parágrafo desse mesmo artigo, a lei estabelece condições para que ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição ao exercício desse direito possam ser negociadas. A legislação cita três preferências ou vantagens, das quais as empresas devem atribuir pelo menos uma para terem admitidas a negociação dessas ações no mercado de valores mobiliários. São elas:

- 1) Direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% do lucro líquido do exercício, calculado na forma do artigo 202 dessa mesma lei, de acordo com o seguinte critério:
 - a) Prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% do valor do patrimônio líquido da ação; e
 - b) Direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a.
- 2) Direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% maior que o atribuído a cada ação ordinária;
- 3) Direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A⁸ dessa mesma lei, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

⁸ Estabelece que a alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob condição de que o adquirente faça oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia. E a faça de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto dos integrantes do bloco de controle.

Ainda sobre as vantagens das ações preferências, é concedido por lei um papel importante ao próprio estatuto social das companhias. Os artigos 18 e 19 da LSA estabelecem que o estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros dos órgãos de administração. Também deve declarar as vantagens atribuídas a cada classe de ações preferenciais e as restrições a que ficarão sujeitas, podendo prever o seu resgate ou amortização, a conversão de ações de uma classe em ações de outra e em ações ordinárias, e destas em preferenciais, fixando as respectivas condições.

Ações preferenciais sem direito de voto adquirirão esse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto e não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus. Segundo Wald (2011), a supressão do direito de voto das ações preferenciais é uma faculdade deferida aos estatutos das empresas, em compensação a um privilégio pecuniário. Conseqüentemente, inexistindo o pagamento de dividendos ao acionista preferencial, este passa a ter direito de voto como forma de compensação.

2.4.2 Juros sobre capital próprio (JSCP)

Este mecanismo foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro em 1995, com a Lei nº 9.249 (vide anexo B). Esta lei introduziu alterações significativas na legislação, ao proibir o reconhecimento dos efeitos da inflação nas demonstrações contábeis para fins fiscais e societários. Permitiu também que as empresas remunerem seus acionistas por meio de Juros sobre capital próprio (JSCP) e considerem tal remuneração dedutível para fins fiscais.

Os JSCP foram criados como alternativa de remuneração dos acionistas das empresas (SANTOS, 2007)⁹. A Lei nº 9.249, principalmente em seu 9º artigo, fixa os principais critérios legais para a utilização dos JSCP no Brasil:

⁹ Ver as diferenças entre JSCP e dividendos demonstradas na tabela 2 deste trabalho.

Tabela 2 - Diferenças entre JSCP e dividendos.

JSCP	Dividendos
Distribuição optativa, vinculada a existência desta condição no estatuto da empresa e a existência de fluxos de caixa.	Distribuição obrigatória, vinculada a existência de lucros.
Base de cálculo: patrimônio líquido	Base de cálculo: lucro líquido ajustado.
Percentual de remuneração: limitado à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).	Percentual de distribuição: definido em estatuto.
Incidência de impostos para o acionista: é tributado na fonte em 15% sobre o valor distribuído.	Incidência de impostos para o acionista: o valor recebido não é tributado.
Situação fiscal para a empresa: os JSCP distribuídos são considerados despesas financeiras e reduzem a base de cálculo do IRPJ e CSLL.	Situação fiscal para a empresa: os dividendos distribuídos não podem reduzir a base de cálculo do IRPJ e CSLL devidos pela empresa.

Fonte: Lagioia (2011).

- permitiu às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o artigo 202 da LSA;
- o pagamento de JSCP está condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros;
- são calculados com base no saldo das contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP);

- concede vantagens fiscais à empresa ao remunerar seu acionista com JSCP, visto que estes são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a compor o lucro real.

Os JSCP são apurados com base no capital dos acionistas, cujo valor pode ser deduzido do resultado da empresa na forma de despesas financeiras (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007). Assim, reduz-se a base de cálculo do imposto de renda das companhias e gera deduções na sua carga tributária. Segundo pesquisa de Santos e Salotti (2007), esta dedução é a principal fonte motivadora de empresas brasileiras para utilizar o JSCP como forma de remuneração de seu acionista.

A inserção dos JSCP nas demonstrações contábeis tornaria o lucro contábil mais próximo da visão econômica do resultado (SANTOS; SALLOTTI, 2007). Pois dessa forma, os demonstrativos contábeis contemplariam também a remuneração do capital próprio na apuração do lucro. Através de sua pesquisa com companhias não-financeiras de capital aberto, Ness Júnior e Zani (2001) demonstraram que o lançamento dos JSCP agrega valor à empresa, e os consideram um importante fator de economia fiscal e de preservação do patrimônio empresarial.

2.5 PREÇO DAS AÇÕES E DIVIDENDOS

Há uma clara distinção teórica entre política de dividendos e ganhos de capital. Ambas representam duas formas distintas de remunerar o capital do acionista. Porém, a política de dividendos pode afetar também o retorno das ações?

Sobre o tema, Procianoy (2006) destaca:

O dividendo é um elemento importante na formação do preço de uma ação. Caso uma ação seja vendida antes de pagar os dividendos em um determinado período, seu valor de venda presumível gerará ganhos de capital ao seu detentor, pois ali dentro deste preço de venda está embutido o dividendo que a companhia não pagou ainda e que pagará ao seu novo detentor. Portanto, é esperado que, quando a empresa pagar o dividendo, o preço da ação, no mercado,

caia um pouco para compensar o pagamento dos dividendos. Essa queda deve ser equivalente ao montante do dividendo. Depois desse momento, o preço da ação continuará a sua trajetória para cima e para baixo, de acordo com a expectativa fundamentalista dos compradores ou dos vendedores no mercado[...].

É importante observar que medidas de volatilidade do preço das ações no último século são muito altas para serem explicadas apenas pela existência de novas informações a respeito de dividendos futuros (SHILLER, 1981). Ou seja, existem outros fatores determinantes nos preços das ações além de dividendos.

Estudos como o de Bueno (2002) e de Freire *et al.* (2005) não encontraram evidências suficientes da relação entre *dividend yields*¹⁰ e as taxas de retorno das ações. Testaram a hipótese de que empresas consideradas boas pagadoras de dividendos obteriam melhores performances na bolsa de valores do que a média. Os resultados no mercado brasileiro foram não-significantes.

Black e Scholes (1974) também defendem que não é possível demonstrar que retornos esperados de ações com alto *dividend yield* diferem de ações com baixo nível desse índice antes ou depois de impostos. Partem do pressuposto de que um dólar em dividendos tem o mesmo valor do que um dólar em ganho de capital. Através de teste em série temporal, os autores demonstraram os efeitos de diferentes *dividend yields* no retorno de diferentes ações. Seus métodos para séries temporais evitaram muito das dificuldades da estimação de regressões *cross-sectional* de preço de ações sob dividendos. Com base nos resultados, os autores não puderam rejeitar a hipótese que *dividend yields* não têm efeito significativo no retorno das ações.

Keppler (1991) demonstra que investidores globais podem alcançar retornos anormais positivos ao investir em mercados com *dividend yields* acima da média e, em contrapartida, podem obter retornos anormais negativos caso invistam em mercado com *dividend yields* abaixo da média.

¹⁰*Dividend yield* é a relação entre o dividendo pago por ação de uma empresa e o preço dessa mesma ação.

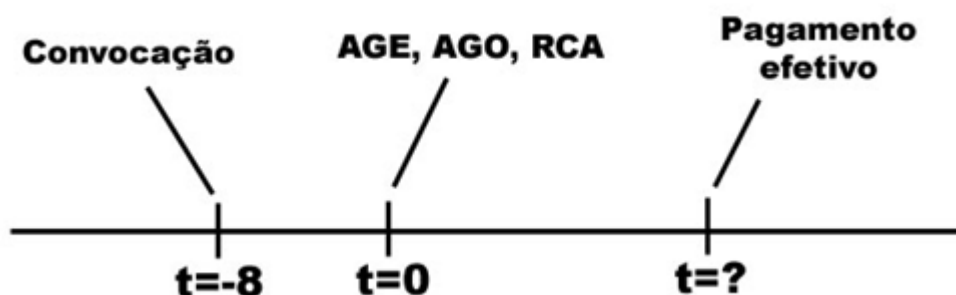
Outro aspecto investigado na literatura sobre o assunto é o comportamento do preço das ações em torno da data ex-dividendo¹¹. O consenso, segundo Garcia-Blandon e Martinez-Blasco (2012), é de que o preço das ações caia menos do que o dividendo pago por elas na data ex-dividendo. Esse comportamento seria explicado pela preferência por ganhos de capital sob dividendos, geralmente explicado em termos de vantagens fiscais.

Além da oscilação no preço, a negociação de ações em torno da sua data ex-dividendo apresenta aumentos consideráveis em seu volume financeiro, como demonstra Procianoy e Kwitko (2007) e Dhaliwal e Li (2006). Os últimos afirmam que este aumento no volume é decorrente da heterogeneidade da carga tributária entre investidores.

2.5.1 Momentos importantes na política de dividendos

Ao abordar o tema política de dividendos e sua relação com o preço de uma ação, é importante a constatação das etapas existentes na distribuição de proventos pelas companhias. Segundo Procianoy (2006), no caso de dividendos ou de JSCP, existem quatro momentos que merecem ser observados: a convocação para a decisão, o anúncio da decisão, o primeiro dia após o pagamento e o pagamento efetivo. Eles estão demonstrados na figura 1.

Figura 1 – Cronograma de Eventos.



Fonte: Procianoy (2006).

¹¹ Data ex-dividendo é o termo usado para designar a data a partir da qual uma ação perde o direito a dividendos, ou seja, apenas investidores que possuem as ações dessa empresa à entrada desse dia passam a ter direito ao recebimento dos mesmos.

Conforme a LSA, para a ocorrência de decisão sobre a política de dividendos, deve haver a convocação prévia de uma Assembléia Geral Ordinária (AGO) ou da Assembléia Geral Extraordinária (AGE). Existe também a possibilidade de ocorrer através de uma Reunião do Conselho de Administração (RCA), porém sem a necessidade de uma convocação prévia. É importante ressaltar que a convocação é o primeiro sinalizador para o mercado do pagamento de dividendo, visto que na maioria das vezes já é atribuído um valor para aprovação posterior (PROCIANOY, 2006). O anúncio ao mercado da decisão será realizado logo após a sua ocorrência, geralmente após o término do pregão da bolsa de valores. Será determinada a data ex-dividendo e a lista de acionistas com direito aos dividendos.

A data em que a ação se tornará ex-dividendo será, na maioria das vezes, o dia seguinte a realização da RCA, da AGE ou AGO. A ação terá o valor dos dividendos descontados da sua cotação já no início do pregão, mesmo sendo pago apenas em data futura. Elton e Gruber (1970) demonstraram essa formulação de preços através da equação 7.

$$P_1 = P_0 - D(1 - IR_{div}) / (1 - IR_{gc}) \quad (\text{eq.7})$$

Onde:

P_1 – preço da ação no primeiro dia ex-dividendo;

P_0 – preço da ação no último dia de negociação com direito a dividendos;

D – valor dos dividendos;

IR_{div} – alíquota do imposto sobre dividendos;

IR_{gc} – alíquota do imposto sobre ganhos de capital.

O artigo 132 da LSA estabelece que anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver uma assembléia-geral para, dentre outras discussões, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos.

2.6A INFLUÊNCIA DOS IMPOSTOS

Os impostos pessoais podem influenciar imensamente a escolha de uma empresa entre pagar dividendos e recomprar ações. Partindo do pressuposto que ambas geram a mesma diminuição no caixa da empresa e no valor contábil do patrimônio líquido (DAMODARAN, 2004), a única diferença entre os dois métodos de distribuição de dinheiro é o montante do passivo fiscal gerado por cada um (GRINBLAT; TITMAN, 2005). Após o corte de impostos em 2003 sobre dividendos nos Estados Unidos, por exemplo, verificou-se um grande aumento no pagamento de dividendos por diversas empresas americanas (CHETTY; SAEZ, 2005).

O comitê da Junta Econômica (2003) norte-americano argumenta que a redução dos impostos de dividendos seria uma proposição atrativa para as companhias ao incentivar o pagamento de dividendos ao invés da retenção de lucros. Promoveria uma alocação mais eficiente do capital e daria aos acionistas um grau de controle maior sobre de que forma são utilizados os recursos das companhias.

Segundo Allen e Michaely (1995), impostos diferenciados afetam tanto preço quanto as decisões de operações dos investidores. Os autores relatam que o volume de operações próximo a distribuição de proventos é significativamente maior do que o normal, demonstrando intensa “troca de mãos” de ações entre grupos de investidores. Assim, ficaria demonstrada a influência dos impostos sobre o comportamento dos acionistas.

Ao estudar o comportamento das ações de empresas brasileiras e de suas ADRs¹² em períodos próximos ao 1º dia ex-dividendo; Procianny e Kwitko (2007) perceberam que as ações locais tiveram um desempenho médio superior aos das ADRs nos dias anteriores a data do evento. Esse fato corrobora a idéia de que investidores preferem comprar ações às ADRs em função da menor tributação de dividendos no Brasil.

¹² A sigla ADR significa ‘american depositary receipt’ e é um recibo negociável que representa o ativo subjacente de uma empresa não norte-americana, mas negociada no mercado financeiro norte americano.

Em contrapartida, Barclay, Holderness e Sheehan (2009) realizaram um estudo com acionistas corporativos, pois estes são os únicos investidores que nos Estados Unidos possuem vantagens tributárias em dividendos do que em ganhos de capital. Foram encontrados resultados inconsistentes com a teoria. Acionistas corporativos não utilizam do seu poder para alterar a política de dividendo da empresa controlada, nem preferem investir em empresas com maiores taxas de dividendos. Não utilizam assim do benefício fiscal oferecido, e sim priorizam as decisões operacionais das controladas.

2.6.1 Efeito clientela

Partindo do pressuposto que investidores podem ser tributados com alíquotas diferentes de impostos, surge a hipótese do “Efeito Clientela” em dividendos. Este efeito, segundo Modigliani e Miller (1961), baseia-se no fato de que investidores que pagam altas taxas de impostos sobre dividendos teriam interesse em adquirir ações com *yield* reduzido. Já investidores que são tributados a uma alíquota menor, teriam interesse em ações com *yield* elevado.

Ao estudar e testar a existência do efeito clientela no mercado norte-americano, Elton e Gruber (1970) recomendam que, na ausência de impostos, os investidores devem levar em consideração o valor dos dividendos pagos. A variação no preço das ações entre o último dia em que o papel é negociado com direito a dividendos e o primeiro dia ex-dividendo deve ser igual ao valor recebido pelo portador da ação. Assim, a variação no preço da ação deveria ser igual ao valor do dividendo descontado o valor dos impostos.

Allen e Michaely (1995) apontam duas idéias básicas para a compreensão do tema. Primeira seria o modelo estático de clientela, onde empresas teriam incentivos para fornecer ações que minimizem os impostos de cada clientela. Em equilíbrio, não existirá mais a possibilidade de reduzir impostos e todas as empresas serão precificadas igualmente na data ex-dividendo.

A segunda idéia básica seria um modelo dinâmico de clientela, onde investidores podem operar suas ações ao longo do tempo, reduzindo ainda

mais o efeito dos impostos. As ações pagadoras de dividendos acabarão (logo antes do dia ex-dividendo) nas mãos dos investidores com menor carga tributária. Tais operações seriam revertidas diretamente logo depois do dia ex-dividendo.

Em um dos primeiros trabalhos sobre o assunto, Petit (1977) encontra evidências significantes do efeito clientela através de uma investigação empírica com 914 investidores norte-americanos. As variáveis mais importantes e influentes na decisão individual sobre dividendos seriam a idade, e a medida da taxação individual do investidor para dividendos e ganhos de capital.

No contexto brasileiro, Procianoy e Verdi (2009)¹³ estudaram 394 distribuições de dividendos no período de 1996 a 2000. Foi encontrado que, no primeiro dia ex-dividendo, o preço das ações é na média 1,8% maior que o preço esperado pelo modelo de clientela de dividendo¹⁴, e foi percebido também um aumento no volume de negociação próximo a data do anúncio do pagamento. Assim, os resultados são inconsistentes com as previsões do modelo de clientela, mas suportam a teoria de sinalização dos dividendos.

2.6.2 Aspectos tributários do Brasil

A tributação é fator relevante na escolha da estratégia de distribuição de dividendos e na formação do preço das ações. Sendo assim, é necessário abordar as questões tributárias brasileiras para o desenvolvimento desse trabalho.

Os eventos da política de dividendos são tributados de maneiras diferentes. O portador da ação que receber dividendos, não será onerado com o pagamento de impostos. Já os juros sobre capital próprio (JSCP) são

¹³ Resultados semelhantes foram encontrados por Procianoy e Verdi (2003) com uma amostra composta por 693 distribuições de dividendos no período de 1989 a 1993.

¹⁴ Resultados similares já tinham sido encontrados por Brito e Rietti (1981) sobre a falta de evidência da existência do efeito clientela no mercado brasileiro.

tributados (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007). Sobre o assunto, Santos e Salotti (2007) explicam:

“Em relação à tributação dos JSCP (Juros Sobre o Capital Próprio), pagos ou creditados às pessoas físicas ou jurídicas, a legislação estabelece que haverá incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de 15%. Para as pessoas físicas, o valor do imposto é considerado como tributação exclusiva na fonte. Para as pessoas jurídicas, que têm seus resultados tributados com base no lucro real, o valor dos juros deve ser considerado como receita financeira e o imposto de renda retido na fonte é tratado como antecipação do imposto devido no encerramento do exercício. Para as empresas que optaram pela tributação de seus resultados através do lucro presumido ou arbitrado, os juros recebidos integram a base de cálculo do imposto de renda e o imposto retido na fonte também será considerado como antecipação do imposto devido. No caso das pessoas jurídicas imunes não há incidência do imposto quando do pagamento ou crédito; nas pessoas jurídicas isentas, o tratamento é semelhante às pessoas físicas, ou seja, o imposto é considerado como tributação exclusiva na fonte.”

Investidores também são tributados pelos ganhos de capital, tendo como fato gerador deste o resultado positivo entre o valor de alienação do ativo e o seu custo de aquisição, admitindo-se ainda a dedução dos custos e despesas incorridos, necessários à realização das operações. Segundo Pinheiro (2009), os ganhos de capital devem ser auferidos pelo investidor durante o mês, e seu tributo recolhido até o final do mês seguinte. A sua alíquota é de 15% sobre o lucro líquido para o investidor que vender mais de R\$ 20 mil reais em ações. A exceção é a operação de *daytrade*, que possui alíquota diferenciada de 20%.

3 MÉTODO

Neste capítulo serão abordados os aspectos metodológicos da pesquisa realizada, descrevendo brevemente as técnicas utilizadas para cumprir com os objetivos da pesquisa.

3.1 COLETA DE DADOS E AMOSTRA

A amostra é composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa que pagaram dividendos no período de 2007 a 2011. Os dados referentes às demonstrações contábeis dessas companhias foram extraídos do banco de dados da Economática®.

Uma vez definidas as empresas constituintes da amostra, seguiu-se para a classificação destas entre: empresas que pagam dividendos acima do mínimo estabelecido em lei ou empresas que pagam apenas o mínimo estabelecido em lei.

Para realizar tal distinção, foi necessário recorrer à legislação vigente no Brasil. O artigo 202 da LSA estabelece que os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no seu estatuto, ou se este for omissivo, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos valores destinados à constituição da reserva legal, de contingências e de lucros a realizar (quadro 1).

O artigo citado possui grande relevância para este estudo, visto que determina quanto deve ser destinado no mínimo, via dividendos, para os acionistas das companhias brasileiras.

Quadro 1 - Base de cálculo de dividendos para empresas com estatuto social omissivo.

<ul style="list-style-type: none"> • Resultado do exercício (-) Prejuízos acumulados (-) Provisão para imposto de renda (-) Participações estatutárias <p>= Lucro líquido do exercício</p> <ul style="list-style-type: none"> (-) Reserva legal (+/-) Reserva para contingências (+/-) Reserva de lucros a realizar <p>= Base para cálculo de dividendos</p> <ul style="list-style-type: none"> • 50% no mínimo sobre a base para distribuição de dividendos

Fonte: elaborado pelo autor.

A legislação determina que o estatuto social das companhias possa determinar a parcela mínima do lucro distribuído via dividendos. Visto essa disposição legal, foi necessário para o cumprimento dos objetivos deste trabalho, a análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa.

No dia 31 de dezembro de 2012, existiam 496 companhias listadas na BM&FBovespa. Os estatutos sociais analisados estão disponíveis no site da bolsa de valores, ou no próprio site oficial das companhias¹⁵.

Ao analisar-se os estatutos sociais das 496 companhias, pôde-se determinar o pagamento mínimo obrigatório de dividendos de cada uma das empresas. Com o intuito de verificar se este mínimo estava sendo pago ou não, utilizou-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembléia-geral ordinária (AGO)¹⁶ deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, tornou-se necessária a leitura das atas das AGOs que aprovam a destinação dos dividendos, para relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

¹⁵ São considerados como site oficial das companhias aqueles registrados no formulário cadastral da própria BM&FBovespa.

¹⁶ Tanto a AGE quanto a RCA também podem deliberar sobre dividendos. Porém, a proposta sobre a destinação do lucro do exercício deve ser aprovada em AGO.

Após a leitura das atas, foi feita a comparação entre quanto foi aprovado pela AGO e quanto deveria, segundo a legislação, ser destinado aos acionistas como dividendo mínimo. Ao realizar tal comparação, pôde-se determinar quais empresas estão pagando acima do mínimo estabelecido em lei, ou apenas o mínimo. Ao todo, foram analisadas 1118 atas de AGOs¹⁷ no período selecionado para o estudo.

Dentre as atas verificadas, foram constatados casos em que empresas pagaram dividendos mesmo não havendo obrigatoriedade legal. Como por exemplo, as companhias que mesmo reportando prejuízo no resultado do exercício, utilizaram-se de outras contas contábeis, optando por pagar proventos aos seus acionistas. Assim, conforme a lei, estas empresas não possuem obrigação de pagar dividendos aos seus acionistas, e conseqüentemente, qualquer distribuição de proventos efetuados por elas, faz com que sejam classificadas, no presente trabalho, como empresas que pagam acima do mínimo estabelecido em lei.

Ao analisar as atas das AGOs da amostra, percebeu-se que muitas empresas optaram por remunerar seus acionistas via JSCP. Sobre esse assunto, *ludícibus et al.* (2010) apontam duas questões relevantes: os JSCP só podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da LSA (ou seja, ao dividendo mínimo obrigatório), e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). As afirmações feitas por esses autores são corroboradas pela lei n° 9.249 de 1995 e pela deliberação n° 683 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Foi necessário distinguir então, se o montante pago aos acionistas foi feito em forma de dividendos ou JSCP. Se foi pago via JSCP, se fez necessário o cálculo de seu valor líquido, já deduzidos os impostos. Muitas empresas já disponibilizam o valor líquido em suas atas, mas não a totalidade. No caso de não disponibilização, foi então convencionado a alíquota de 15% - igual a alíquota pessoa física - de IRRF sobre o JSCP. Este cálculo é desnecessário quando o pagamento for realizado via dividendos, visto que seu valor já é livre de impostos.

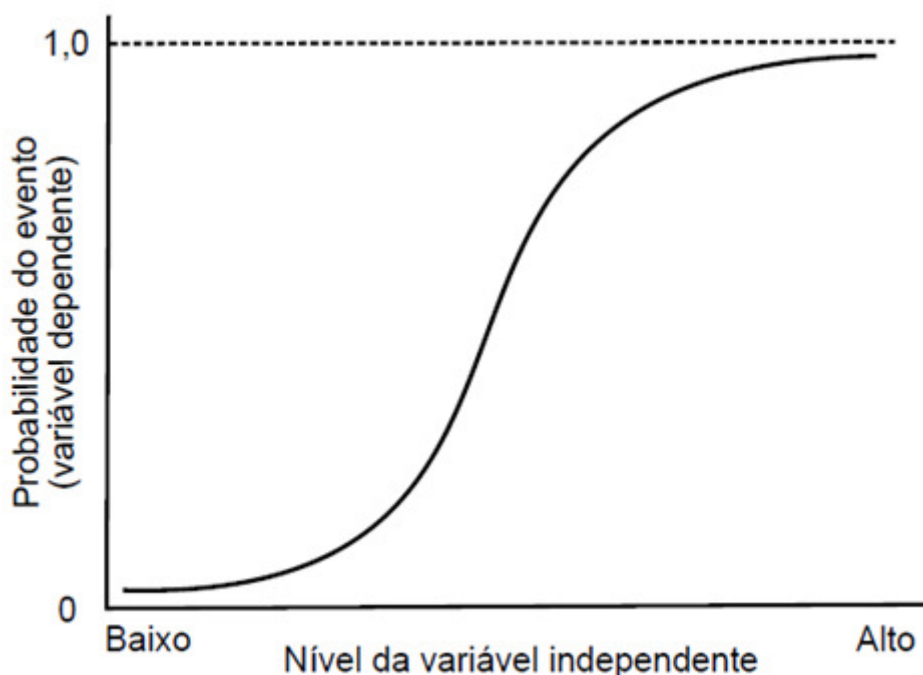
¹⁷ Além destas, 115 atas foram excluídas do estudo por falta de dados.

3.2 REGRESSÃO LOGÍSTICA

Com o intuito de verificar quais fatores diferenciam as empresas que pagam dividendos acima do mínimo legal das empresas que pagam apenas o mínimo, utilizou-se a técnica estatística de regressão logística (também conhecida como análise logit). Esta é uma técnica de análise multivariada, apropriada para situações nas quais a variável dependente é categórica e assume um entre dois resultados possíveis (binária). O propósito é estimar a relação entre uma variável dependente não-métrica e um conjunto de variáveis independentes métricas.

Hair *et al.* (2009) realça o fato de que a regressão logística representa dois grupos de interesse como uma variável binária com valores de 0 a 1. Não importa qual grupo é designado como 0 ou 1, mas tal designação deve ser observada para a interpretação dos coeficientes. Assim, a variável dependente tem apenas valores 0 e 1, e o valor previsto (probabilidade) deve ser limitado para ficar dentro desse domínio. Para definir uma relação limitada por 0 e 1, essa regressão utiliza a curva logística com intuito de representar a relação entre as variáveis independentes e dependentes, conforme figura 2.

Figura 2 – Forma da relação logística entre variáveis.



Fonte: Hair *et al.* (2009)

Em níveis muito baixos da variável independente, a probabilidade se aproxima de zero, mas nunca alcança esse valor. Da mesma forma, se a variável independente aumentar, os valores crescem para o topo da curva, mas em seguida a inclinação começa a diminuir de modo que a probabilidade se aproxime de 1 (um), mas jamais exceda esse valor.

Considerando o exposto, a variável dependente deste estudo será composta por dois grupos: o das empresas que pagam dividendos acima do mínimo estabelecido em lei, e o das empresas que não realizam o pagamento de dividendos acima do mínimo estabelecido em lei. Busca-se assim identificar quais os diferenciam estes grupos. Formalizando em números,

$$y_i = \begin{cases} 1, & P_i \\ 0, & 1 - P_i \end{cases} \quad (\text{eq.8})$$

Onde 0 (zero) representa as empresas que pagam o mínimo estabelecido em lei e 1 (um) representa as empresas que pagam acima do mínimo estabelecido em lei. Cabe ressaltar também numericamente que,

$$P_i = P(y_i = 1|x_i) \quad (\text{eq.9})$$

Onde x_i são as variáveis explicativas.

Fox (1997) observa que nesse tipo de regressão há uma transformação na variável dependente, que é convertida em uma razão de probabilidades e posteriormente em uma variável de base logarítmica. Assim, sua fórmula é dada pela equação 10.

$$\ln\left(\frac{p}{1-p}\right) = b_0 + b_1X_1 + b_2X_2 + \dots + b_kX_k \quad (\text{eq.10})$$

Onde:

p = probabilidade de ocorrer o evento;

b = coeficientes estimados;

X = variáveis independentes.

Assim, para avaliar a importância de cada parâmetro sobre a probabilidade do evento ocorrer, estes parâmetros são transformados por meio de um antilogaritmo, conforme equação 11.

$$\rho = \frac{1}{1 + e^{-(b_0+b_1X_1+b_2X_2+\dots+b_kX_k)}} \quad (\text{eq.11})$$

Segundo Hair *et al.* (2009), a natureza não-linear da transformação logística faz com que o método da máxima verossimilhança seja mais adequado para o cálculo das estimativas dos coeficientes. Já para avaliar a

significância dos coeficientes, utiliza-se a estatística de Wald. Ela provê a significância estatística para cada coeficiente estimado possibilitando a utilização de testes de hipóteses.

Para os mesmos autores, a regressão logística apresenta algumas vantagens em relação a outros métodos de análise multivariada. Aquela não depende de suposições rígidas, tais como normalidade e de igualdade entre matrizes de variância-covariância nos grupos. Assim, é muito mais robusta quando tais pressupostos não são satisfeitos. Mesmo quando tais pressupostos são satisfeitos, muitos pesquisadores preferem a regressão logística por ser similar a regressão múltipla. Ela possui testes estatísticos diretos, tratamentos similares para introduzir variáveis métricas e não-métricas e efeitos não-lineares, além de uma ampla gama de diagnósticos.

No presente trabalho, as variáveis independentes serão compostas pelos índices econômico-financeiros extraídos dos balanços patrimoniais das empresas analisadas. Para Lúdicibus (1998) o uso de índices tem como finalidade principal permitir a extração de tendências e comparar quocientes com padrões preestabelecidos. Além disso, os índices são utilizados para a análise das condições financeiras atuais das empresas e também fornecem algumas bases para inferir o futuro das mesmas.

Dessa forma, pode-se inferir que os índices econômico-financeiros extraídos dos balanços das empresas analisadas, constituem uma importante fonte de informações sobre a situação financeira das mesmas. Espera-se que estes índices indiquem também quais são os fatores que influenciam empresas brasileiras a pagar dividendos acima do mínimo estabelecido em lei.

3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis independentes selecionadas para o estudo foram escolhidas com base nas evidências encontradas nos trabalhos de Lintner (1956), Alli, Khan e Ramírez (1993), Fama e French (2002), Heineberg e Procianny (2003), Denis e Osobov (2008), Brown e Sum (2010).

É nítida na literatura internacional a busca incessante pelos fatores determinantes no pagamento de dividendos. Pelo fato de cada país possuir características econômicas próprias, estes fatores determinantes variam. Corroborando o exposto, podem ser citados inúmeros trabalhos em diferentes nações a respeito desse tema, como: Papadopoulos e Charalambidis (2007) na Grécia, Tsuji (2010) no Japão, Chen e Dhiensiri (2009) na Nova Zelândia, Anil e Kapoor (2008) na Índia, de Huda e Farah (2011) em Bangladesh e Ben Naceur, Goaiad e Belanes (2006) na Tunísia. Dessa forma, a busca por fatores determinantes no pagamento de dividendos no Brasil pode identificar resultados diferentes em relação aos trabalhos citados acima.

A criação das variáveis independentes deste trabalho foi influenciada diretamente também pelo artigo 132 da LSA. Este determina que nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver uma assembléia geral com a finalidade de, entre outros, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Ou seja, a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data t será realizada em $t+1$. Exemplificando, a AGO de uma empresa realizada em 2011 será referente à distribuição de lucros de 2010.¹⁸

Dessa forma, os dados contábeis extraídos serão referentes a data t , ou seja, referentes ao exercício social que originou a distribuição de proventos e não os da data em que foram deliberados. A seguir são apresentadas as formas de cálculo das variáveis utilizadas no estudo.

- Lucro (L)

Variável que indica a lucratividade das companhias. O índice utilizado será o de retorno sobre o patrimônio líquido, dado pela equação 12. Esse indicador financeiro, denominado ROE (*Return on Equity*), representa quanto uma empresa consegue gerar de lucro em relação ao capital investido (ROSS; WESTERFIELD; JORDAN, 2008).

$$L = \frac{LL_t}{PL_t} \quad (\text{eq.12})$$

¹⁸ Este exemplo é verdadeiro quando o exercício social da empresa coincidir com o ano civil. Ao analisar os estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa, verificou-se que esse fato ocorre em 98,4% das empresas.

Onde:

LL_t = lucro líquido no período t ;

PL_t = patrimônio líquido no período t .

É esperada uma relação positiva entre lucratividade e a quantidade de dividendos distribuídos. Inclusive Heineberg e Procianny (2003) a consideram como um das variáveis com maior poder explicativo para o estudo dos determinantes de dividendos no Brasil.

- Endividamento (E)

Empresas com uma estrutura de capital composta por maior nível de alavancagem têm a obrigação de realizar pagamentos sobre as dívidas, reduzindo os recursos para distribuição de proventos. Assim, é esperada uma relação negativa entre essa variável independente com o pagamento de dividendos. O índice utilizado foi o endividamento total, dado pela equação 13.

$$E = (PC_t + ELP_t) / AT_t \quad (\text{eq.13})$$

Onde:

PC_t = passivo circulante do período t ;

ELP_t = exigível à longo prazo do período t ;

AT_t = ativo total do período t .

- Investimento (I)

Denis e Osobov (2008) mensuram as oportunidades de investimento pela razão entre a variação do ativo total (entre t e $t-1$) e o próprio ativo total no ano anterior (AT_{t-1}), como demonstra a equação 14.

$$I = \Delta AT_t / AT_{t-1} = (AT_t - AT_{t-1}) / AT_{t-1} \quad (\text{eq.14})$$

Para a realização de novos investimentos, empresas necessitam de recursos. Dessa forma, opções de investimento e pagamento de dividendos aos acionistas estariam concorrendo pelos mesmos recursos. Assim, é esperada uma relação negativa entre ambos.

- Tamanho da empresa (T)

Dado pelo logaritmo neperiano (\ln) do ativo total, conforme equação 15.

$$T = \ln(AT_t) \quad (\text{eq.15})$$

É esperado uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o montante distribuído em dividendos. Fama e French (2001) reportam que empresas pagadoras de dividendos têm a tendência de serem maiores do que as empresas não pagadoras. Já a transformação logarítmica da variável é utilizada para corrigir os efeitos de escala, tornando a variável homogênea.

- Liquidez (L_{IQ})

Calculado através do índice de liquidez corrente, é calculado pela razão entre o ativo circulante e o passivo circulante, conforme equação 16.

$$Liq = AC_t / PC_t \quad (\text{eq.16})$$

Onde:

AC_t = ativo circulante no período t.

Espera-se que esse índice possua relação positiva com a distribuição de dividendos, visto que empresas com maior liquidez possuiriam disponibilidade maior para distribuir dinheiro para acionistas (LEMES JÚNIOR; CHEROBIM; RIGO, 2002).

- Instabilidade das Receitas (INST_REC)

Empresas com alta irregularidade nos ganhos (maior risco) provavelmente terão menos comprometimento com o pagamento de dividendos devido o risco maior das receitas esperadas não venham a ocorrer (AIVAZIAN; BOOTH; CLEARY, 2003).

O índice é calculo pelo desvio-padrão dos logaritmos naturais dos últimos 4 (quatro) anos de receitas operacionais das empresas da amostra. Uma relação negativa é esperada.

$$INST_REC = \sigma[\ln(\overline{REC})] \quad (\text{eq.17})$$

- Dispersão (DISP)

A variável DISP foi criada com base no trabalho de Alli, Khan e Ramírez (1993), e seu cálculo está relatado na equação 18. Os autores acreditam que maiores níveis da variável DISP faz com que sejam atenuados os problemas de agência nas companhias.

$$DISP = \% \text{ de ações do acionista majoritário} \quad (\text{eq.18})$$

Dividendos podem ser usados para reduzir o problema de agência entre a administração e os acionistas (ASSAF NETO, 2010).Conseqüentemente, espera-se uma relação inversa entre pagamento de dividendos e a variável dispersão.

- Estabilidade da política de dividendos (EPD)

Desde o estudo de Lintner (1956) muitos estudos demonstraram a tendência, principalmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. Gestores tendem a manterem constantes as taxas de remuneração dos acionistas.

Como proxy indicativa da estabilidade dos dividendos, será utilizada o percentual do lucro líquido ajustado distribuído como dividendos no ano anterior como valor de referência no pagamento de proventos para o ano corrente. Empresas que pagaram acima do mínimo estabelecido em lei no ano anterior, teriam a tendência de manter o pagamento acima do mínimo no ano corrente. O mesmo ocorrendo com as empresas que pagam apenas o mínimo.

$$EPD = \frac{\%DIST_{t-1} - \%MIN_{t-1}}{\%MIN_{t-1}} \quad (\text{eq.19})$$

Onde:

$\%DIST_{t-1}$ = percentual do lucro líquido ajustado que foi efetivamente distribuído pelas companhias no ano anterior;

$\%MIN_{t-1}$ = percentual do lucro líquido ajustado relativo ao dividendo mínimo obrigatório do ano anterior.

3.4 REGRESSÃO MÚLTIPLA

No Brasil a legislação impõe às companhias um patamar mínimo de dividendos a serem distribuídos aos acionistas. As empresas que decidem pagar apenas o mínimo obrigatório estão simplesmente cumprindo o que rege a lei. Entretanto, algumas empresas optam por pagar acima deste mínimo, sem nenhuma obrigatoriedade legal, diminuindo seu caixa. Para verificar quais

fatores (características das empresas) influenciam as companhias brasileiras de capital aberto a optarem por esta distribuição “extra”, foi utilizada a técnica estatística denominada regressão múltipla.

O propósito fundamental da regressão múltipla é prever a variável dependente através de um conjunto de variáveis independentes (HAIR *et al.*, 2005). Para Coelho e Cunha (2009), esta técnica consiste em determinar uma função matemática que busca descrever o comportamento de determinada variável (dependente), com base nos valores de uma ou mais variáveis (independentes).

Conforme o exposto, a variável dependente será o percentual de dividendos pagos acima do mínimo estipulado pela legislação. Seu objetivo é mensurar o quanto algumas companhias estão dispostas a pagar acima do mínimo legal. A variável dependente é calculada conforme equação 20.

$$EXTRA = \frac{\%DIST - \%MIN}{\%MIN} \quad (\text{eq.20})$$

Onde:

EXTRA = variável dependente;

%DIST = percentual do lucro líquido ajustado que foi efetivamente distribuído pelas companhias;

%MIN = percentual do lucro líquido ajustado relativo ao dividendo mínimo obrigatório.

Esta equação é a fórmula geral de cálculo da variável dependente. Em algumas ocasiões, empresas que não possuem obrigação de pagar dividendos optam por realizá-lo (exemplo: empresas que apresentam prejuízo no resultado do exercício). Nesta situação, a fórmula geral não pode ser utilizada, visto que não existe o *%MIN*. Assim, outro método teve que ser arbitrado para estes casos. Empresas que pagam dividendos, mesmo não havendo obrigatoriedade, demonstram claramente sua vontade em realizar tal ato. Então, para fins de cálculo, estas empresas terão sua variável dependente igualada às das que obtiveram maior escore pela fórmula geral.

Após definida a variável dependente da regressão, é necessário apresentar a função matemática da regressão múltipla que buscará descrever o comportamento dessa variável. Cabe ressaltar que as variáveis

independentes são as mesmas citadas na seção anterior, conforme demonstra a equação 21.

$$EXTRA_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 L_{(i,t)} + \beta_2 E_{(i,t)} + \beta_3 Liq_{(i,t)} + \beta_4 T_{(i,t)} + \beta_5 I_{(i,t)} + \beta_6 DISP_{(i,t)} + \beta_7 Inst_Rec_{(i,t)} + \beta_8 EPD_{(i,t)} + \varepsilon \quad (\text{eq.21})$$

Onde:

β_0 = intercepto do modelo;

β_{1-8} = coeficientes das variáveis independentes;

L = variável lucro;

E = variável endividamento;

Liq = variável liquidez;

T = variável tamanho;

I = variável investimento;

$DISP$ = variável dispersão;

$Inst_Rec$ = variável instabilidade das receitas;

EPD = variável estabilidade da política de dividendos;

ε = termo erro.

Através deste modelo, procura-se identificar quais características e fatores das empresas brasileiras (i) influenciam na escolha pelo pagamento “extra”¹⁹ de proventos na data t. É importante salientar que existe uma série de precauções a serem consideradas ao realizar um estudo com regressão múltipla. A aplicação apropriada deste modelo depende da ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes (COELHO; CUNHA, 2009). O cumprimento deste pressuposto é fundamental para que se evitem vieses nas estimativas.

As observações atípicas (*outliers*) também devem receber atenção ao realizar uma regressão múltipla. Estas são observações com uma combinação única de características identificáveis. São dados amostrais com valores extremos, tanto pequenos quanto grandes, que são bem diferentes do restante das observações (DOWNING; CLARK, 1999; GOOD; HARDIN, 2009). Os estatísticos têm opiniões diferentes sobre o uso ou não de *outliers*, porém, sob o ponto de vista ético da pesquisa, sugerem que sejam mantidos (COELHO; CUNHA, 2009).

¹⁹ “Extra” representa a parcela do dividendo pago acima do mínimo legal.

Visto que existe um grande número de observações na amostra selecionada muitas variáveis apresentaram grande amplitude. Isto ocorre pois a amostra é composta por uma gama de diferentes empresas de diferentes setores com situações econômicas distintas. Estes dados extremos podem influenciar significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Para que não houvesse esta influência, foi realizada a winsorização das variáveis. Este método de tratamento de *outliers*, criado pelo bioestatístico C. P. Winsor, consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição (LUSK; HALPERIN; HEILIG, 2011). Neste estudo foi fixado como limite superior e inferior 97,5% e 2,5% respectivamente. A winsorização possui vantagens sobre outras técnicas robustas de tratamento, pois é simples de ser aplicada na prática e fácil de ser explicada aos usuários de resultados estatísticos (KOKIC; BELL, 1994).

4 RESULTADOS

Nesta seção é apresentada a classificação das empresas segundo a descrição ou omissão, no estatuto social, da parcela do lucro (via dividendos) destinada aos acionistas. Dentre as empresas não omissas, é analisado o mínimo de dividendos estabelecido no estatuto social. Por conseguinte, ao se revisar as atas das assembleias gerais ordinárias, é feito um levantamento de quantas e quais (segmentação) companhias pagam dividendos mínimos ou acima destes. Após, são apresentados os resultados do modelo de regressão logística, a fim de estimar quais são as variáveis que interferem na segmentação entre empresas que distribuem dividendos acima do mínimo estabelecido por lei das que pagam apenas o mínimo. Por fim, são expostos os resultados do modelo de regressão múltipla, que tem por objetivo estimar quais fatores afetam a escolha das companhias em pagar dividendos acima do mínimo estabelecido na legislação.

4.1 ESTATUTOS SOCIAIS

Foram analisados 496 estatutos sociais de empresas listadas na BM&FBovespa, o que representa 100% das companhias brasileiras listadas nesta bolsa de valores no dia 31 de dezembro de 2012.

O artigo 202 da LSA estabelece que os acionistas possuem o direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no seu estatuto, ou se este for omissa, a importância será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos valores destinados à constituição da reserva legal, de contingências e de lucros a realizar. A partir do exposto, tornou-se necessário investigar se os estatutos sociais descrevem ou não a quantidade mínima a ser distribuída via dividendos para seus acionistas.

Figura 3 - Percentual de empresas brasileiras de capital aberto com estatutos sociais omissos e não omissos.

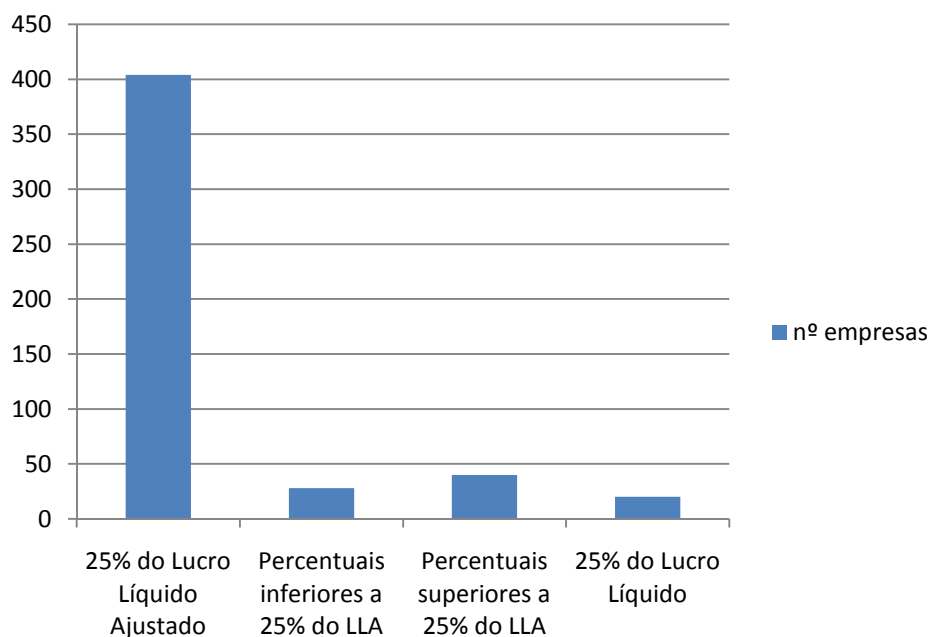


Fonte: elaborado pelo autor.

Afigura 3 demonstra o percentual de empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa que possui, ou não, descrito no seu estatuto social a alíquota do resultado do exercício que deverá ser destinada ao pagamento de dividendos. Sendo que 99,2% das empresas (492 companhias) apresentam descrito no seu estatuto a alíquota citada, e 0,8% não apresentam.

Dentre as 492 empresas com estatutos sociais não omissos, o percentual mínimo do lucro da companhia distribuído via dividendos varia (gráfico 1). Contudo, a grande maioria destas companhias (82,1%) adota como percentual mínimo 25% do lucro líquido ajustado (LLA), mesmo não havendo imposição legal para esta percentagem.

Gráfico 1 - Percentual mínimo de lucro da empresa distribuído via dividendos, para companhias com estatutos sociais não omissos.



Fonte: elaborado pelo autor.

Muitos integrantes do mercado de capitais acreditam que 25% seja o patamar mínimo de dividendos segundo a legislação, o que é refutado por Rocha (2011). Uma explicação para a existência desta crença está na própria legislação. O segundo inciso do artigo 202 da LSA estabelece que quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Sobre este dispositivo legal, Ludícibus *et al.* (2010) afirmam haver nuances na sua interpretação. Uma parcela da doutrina jurídico-societária compreende que, relativo às companhias constituídas após o dispositivo citado, não há obrigatoriedade de seus estatutos sociais conferirem a título de dividendo obrigatório 25% do lucro líquido ajustado, sendo livre sua fixação por parte das companhias e de seus acionistas.

As empresas brasileiras têm a possibilidade de estabelecer em seus estatutos sociais que o dividendo mínimo que deverá ser pago a seus acionistas, poderá ser menor do que os 25% do LLA. Atualmente, 28 companhias (5,69%) exercem esta possibilidade, estabelecendo percentuais de proventos que vão de 0,0001% do lucro líquido ajustado até 15%.

Outra parcela das empresas (8,1%)²⁰ estabelece remunerações superiores ao da maioria do mercado. Seus estatutos sociais conferem dividendos mínimos aos seus acionistas de até 50% do lucro líquido ajustado. Por fim, 4,1% das empresas utilizam apenas o lucro líquido para base de cálculo do seu dividendo mínimo, sem ajustes²¹.

4.2 ATAS DAS ASSEMBLÉIAS GERAIS ORDINÁRIAS

Com a análise dos estatutos sociais das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa, pôde-se determinar qual o valor do dividendo mínimo obrigatório que deveria ser pago por essas empresas aos seus acionistas. Com o intuito de verificar se este mínimo estava sendo pago ou não, utilizou-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembléia-geral ordinária (AGO) deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, realizou-se a leitura das atas das AGOs que aprovam a destinação dos dividendos, com a finalidade de relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

No total foram analisadas 1118 atas de assembléias gerais ordinárias de empresas listadas na BM&FBovespa no período de 2007 a 2011. Em cada ata da amostra foi calculado qual seria o dividendo mínimo obrigatório devido pela empresa naquele ano segundo seu estatuto social (e também pela legislação), e comparado com o dividendo efetivamente deliberado pela assembléia.

²⁰ Totalizando 40 empresas.

²¹ Apesar da lei impor apenas a existência de um patamar mínimo de distribuição de dividendos, há estatuto social de companhia brasileira que estabelece também o patamar máximo de distribuição.

Tabela 3 - Classificação do pagamento de dividendos.

ANO	PAGAMENTOS DIVIDENDOS	MÍNIMO	% MÍNIMO	ACIMA	% ACIMA
2007	200	80	40,0%	120	60,0%
2008	191	68	35,6%	123	64,4%
2009	234	75	32,1%	159	67,9%
2010	253	92	36,4%	161	63,6%
2011	240	85	35,4%	155	64,6%
TOTAL PERÍODO	1118	400	35,8%	718	64,2%

Nota: a coluna "PAGAMENTOS DIVIDENDOS" representa o número de empresas listadas na BM&FBovespa que pagaram dividendos. "MÍNIMO" é o número de empresas que pagaram apenas o dividendo mínimo obrigatório estabelecido em lei. "ACIMA" é o número de empresas que pagaram dividendos acima do mínimo estabelecido em lei.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Foi verificado que em 400 oportunidades (35,8%) as assembleias gerais ordinárias deliberaram por pagar exatamente o dividendo mínimo estabelecido no estatuto social²². Numa análise anual, pôde-se perceber também que essa percentagem não se altera muito, variando entre 32,1% e 40% do total de atas.

Na maioria das vezes (64,2%), as companhias optaram por pagar dividendos acima do mínimo estabelecido na legislação. Este fato também se mostrou constante ao longo do período estudado. Assim, pode-se dizer que há uma tendência na maioria das empresas de capital aberto em pagar dividendos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais, mesmo não existindo obrigação legal.

Outro ponto importante para caracterizar a amostra são os setores econômicos em que a empresa está inserida. Segundo Heineberg e Procianny (2003) estes setores podem influenciar na decisão da política de dividendos. Setores distintos possuem tanto diferentes necessidades de recursos quanto possibilidades de financiamento. Assim, setores com maior necessidade de

²² Conforme demonstrado na seção anterior, 99,2% das empresas listadas na BM&FBovespa possuem estatutos sociais não omissos. Consequentemente, o dividendo mínimo obrigatório de praticamente todas as empresas da amostra segue o que é descrito em seus estatutos. Por isso, a partir deste ponto do trabalho, será utilizada a expressão dividendo mínimo estabelecido no estatuto social ou variações desta para designar o dividendo obrigatório segundo a legislação.

recursos, podem utilizar os lucros gerados para realizar o financiamento necessário, impactando negativamente na política de distribuição dos dividendos aos acionistas.

De acordo com a tabela 4, (baseada na classificação setorial do banco de dados da Economática[®]) pode-se perceber que o setor de Construção tem a característica, na maioria dos casos, de pagar o dividendo mínimo estabelecido nos estatutos sociais. Fato corroborado, utilizando-se o teste para proporções com distribuição qui-quadrado, o qual apresentou significância estatística ao nível de 5%, quando se comparou o número de casos em que foi pago o mínimo com o número de casos em que se pagou acima deste. Uma das explicações cabíveis para tal fato é a alta instabilidade de receitas apresentada por esse setor na amostra estudada.

Os setores de Energia Elétrica e Finanças/Seguros apresentam como característica o pagamento de dividendos acima do estabelecido nos estatutos. O que é evidenciado também pelo teste de proporções, que apresentou significância estatística de 5%, quando se comparou os casos em que foi pago o mínimo de dividendos com aqueles em que foi pago acima deste valor. Quando se analisa o setor de Energia Elétrica deste estudo, verifica-se que ele apresenta as empresas com maior índice de dispersão (DISP) e o menor índice de oportunidades de investimento (I). Estas duas variáveis poderiam, de certa forma, influenciar na decisão das empresas deste setor em pagar dividendos acima do valor mínimo legal. O mesmo ocorreria com a variável tamanho da empresa (T) no setor de Finanças/Seguros, visto que este setor apresenta o maior nível deste indicador.

Tabela 3 - Segmentação da amostra por setor.

SETORES	2007		2008		2009		2010		2011		TOTAL			
	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	MÍNIMO	ACIMA	ACIMA	ACIMA
Agro e Pesca	1	1	0	2	2	0	1	0	1	0	5	1,25%	3	0,42%
Alimentos e Bebidas	1	6	1	5	3	8	6	6	5	5	16	4,00%	30	4,18%
Comércio	8	5	9	2	6	6	6	7	7	7	36	9,00%	27	3,76%
Construção	14	1	11	2	15	2	15	3	11	4	66	16,50%	12	1,67%
Eletroeletrônicos	1	2	1	4	1	4	1	5	3	1	7	1,75%	16	2,23%
Energia Elétrica	4	30	6	31	6	34	2	38	5	34	23	5,75%	167	23,26%
Finanças e Seguros	8	18	5	25	5	26	7	24	4	28	29	7,25%	121	16,85%
Fundos	0	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0,00%	2	0,28%
Máquinas Industriais	0	4	0	3	0	4	0	4	0	3	0	0,00%	18	2,51%
Mineração	1	0	1	0	0	2	1	1	2	1	5	1,25%	4	0,56%
Minerais não metais	1	1	0	1	0	2	0	2	1	1	2	0,50%	7	0,97%
Outros	20	14	15	12	16	30	27	24	26	26	104	26,00%	106	14,76%
Papel e Celulose	2	2	0	0	2	1	3	1	1	2	8	2,00%	6	0,84%
Petróleo e Gás	0	2	0	3	1	2	1	3	1	3	3	0,75%	13	1,81%
Química	3	3	2	1	0	4	1	3	2	2	8	2,00%	13	1,81%
Siderurgia e Metalurgia	6	7	4	8	3	9	3	12	2	10	18	4,50%	46	6,41%
Software e Dados	0	1	0	2	0	2	0	2	0	2	0	0,00%	9	1,25%
Telecomunicações	1	4	2	3	2	2	2	3	1	5	8	2,00%	17	2,37%
Têxtil	3	5	5	7	6	8	5	12	6	8	25	6,25%	40	5,57%
Transporte Serviços	2	8	3	6	4	7	8	4	4	6	21	5,25%	31	4,32%
Veículos e peças	4	5	3	5	3	6	3	7	3	7	16	4,00%	30	4,18%
TOTAL	80	120	68	123	75	159	92	161	85	155	400	100,00%	718	100,00%

Notas: A coluna "MÍNIMO" refere-se às empresas que pagaram apenas o dividendo mínimo obrigatório. "ACIMA" refere-se às empresas que pagaram dividendos acima do mínimo estabelecido na legislação. O percentual existente nos totais faz referência ao percentual de cada setor em relação a cada grupo, acima e mínimo.

Fonte: elaborado pelo autor

4.3 CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS INDEPENDENTES

Conforme Silver (2000) é necessário, quando se utiliza modelos de regressão, estabelecer a correlação entre as variáveis independentes. Sendo que, variáveis altamente correlacionadas (colineares) prejudicam a capacidade preditiva do modelo. Isto porque fornecem informações similares para explicar o comportamento da variável dependente. A força de associação entre as variáveis é mensurada através do coeficiente de correlação, conforme tabela 5.

Tabela 5 - Regras práticas sobre o valor do coeficiente de correlação.

VARIAÇÃO DO COEFICIENTE	FORÇA DE ASSOCIAÇÃO
$\pm 0,91 - \pm 1,00$	Muito forte
$\pm 0,71 - \pm 0,90$	Alta
$\pm 0,41 - \pm 0,70$	Moderada
$\pm 0,21 - \pm 0,40$	Pequena mas definida
$\pm 0,01 - \pm 0,20$	Leve, quase imperceptível

Fonte: Hair *et al.* (2009).

Neste estudo verificou-se que as variáveis independentes não são altamente correlacionadas (tabela 6), demonstrando a ausência de vieses na estimativa dos coeficientes do modelo por possíveis problemas de correlação entre variáveis independentes.

Tabela 6 - Matriz de correlação das variáveis independentes.

	L	E	Liq	T	I	DISP	INST_REC	EPD
L	1							
E	-0,0727	1						
Liq	0,3413	-0,3541	1					
T	-0,1465	0,4444	-0,2594	1				
I	-0,001	0,0041	-0,0036	-0,0124	1			
DISP	0,048	0,1221	0,0723	0,0023	-0,0058	1		
INST_REC	-0,0132	-0,1501	0,2026	-0,1056	0,0129	-0,1086	1	
EPD	0,0262	0,0193	0,0298	0,0762	-0,0094	0,1152	-0,135	1

Fonte: elaborado pelo autor.

Hair *et al.* (2009) relatam que também pode ser verificada a correlação entre as variáveis independentes através do Fator de Inflação de Variância (FIV). Ele mede o quanto a variância dos coeficientes da regressão está afetada por problemas de multicolinearidade. Esse indicador apresenta valores de no mínimo 1,0 e, ao apresentar valores superiores a 10,0 pode indicar um problema de multicolinearidade.

Tabela 7 - Fator de inflação de variância.

Variável	Fator de Inflação de Variância (FIV)
L	1,154
E	1,399
LIQ	1,368
T	1,289
I	1,001
DISP	1,058
INST_REC	1,091
EPD	1,039

Nota: valor mínimo possível = 1,0 e valores > 10 podem indicar problema de colinearidade

Fonte: elaborado pelo autor.

Os valores do FIV do modelo apresentado, como demonstrado na tabela 7, são todos abaixo de 10,00 e seu valor médio de 1,1749 é próximo a um. Portanto, o modelo estimado está livre das interferências da multicolinearidade. Este fato corrobora o exposto anteriormente, mostrando mais uma vez a ausência de vieses causados por correlação entre variáveis independentes na estimação dos coeficientes dos modelos.

4.4 DIFERENCIAÇÃO DE GRUPOS

Após setorizar e classificar as empresas entre as que pagam dividendos acima do mínimo estabelecido em lei e as que pagam apenas o mínimo, buscou-se identificar quais são os fatores que influenciam as empresas brasileiras a optar por um ou outro grupo.

Para estimar quais são esses fatores, utilizou-se de um modelo Logit onde a variável dependente assume caráter binário, com valor de 0 (zero) ou 1

(um). Neste estudo foi atribuído o valor zero para indicar as empresas que pagam apenas o mínimo e o valor um para as empresas que pagam acima do mínimo. O ponto de corte do modelo é 0,5, portanto as empresas que apresentam resultado inferior a este são classificadas como zero e acima deste como um. Das 1118 atas analisadas inicialmente, 4 (quatro) foram excluídas do modelo por falta de alguns dados sobre as empresas, necessários para a construção das variáveis independentes.

Segundo Dias Filho e Corrar (2009), cada coeficiente deve ser interpretado como uma estimativa do efeito da variável independente sobre a dependente, quando as demais se mantêm inalteradas. Devem também ser considerados como o efeito que uma variação unitária, sobre a variável independente, tende a produzir sobre o logaritmo da razão de chance da dependente. O sinal do coeficiente é que vai determinar a direção da mudança, que pode ser aumentativa ou diminutiva.

Dentre as 8 (oito) variáveis independentes analisadas, 4 (quatro) apresentaram significância estatística, sendo elas: o lucro (L), o tamanho da empresa (T), a instabilidade das receitas (Inst_Rec) e a estabilidade da política de dividendos (EPD). Os dados da regressão estão resumidos na tabela 8.

As quatro variáveis restantes não apresentaram coeficientes estatisticamente significantes. Ou seja, não foi possível rejeitar a hipótese nula de que seus coeficientes são iguais a zero. São elas: endividamento (E), liquidez (Liq), investimento (I) e dispersão (DISP).

Tabela 8—Resultados da regressão logística.

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	z	p-valor
CONSTANTE	-6,43183	0,803316	-8,0066	< 0,00001***
L	0,719793	0,335322	2,1466	0,03183**
E	-0,00635668	0,00487739	-1,3033	0,19247
Liq	0,0113479	0,0204165	0,5558	0,57833
T	0,120467	0,0533091	2,2598	0,02383**
I	-8,5626E-06	0,000115445	-0,0742	0,94087
DISP	0,00469715	0,0031195	1,5057	0,13213
INST_REC	-0,867652	0,207899	-4,1734	0,00002***
EPD	3,48516	0,193209	18,0383	< 0,00001***
Observações (n)		1114		
Log Verossimilhança		-453,789		
Média Variável Dependente		0,642729		
R-quadrado ajustado		0,371824		

Nota: *, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.**

Fonte: elaborado pelo autor.

Conforme o esperado, empresas com maior lucro (L) tendem a pagar dividendos acima do mínimo estabelecido em lei, fato corroborado pelo coeficiente positivo e pelo valor de $p < 0,05$.

Similarmente à variável lucro, quanto maior o tamanho da empresa (T) maior a chance de que os dividendos distribuídos apresentem valor acima do mínimo legal, sendo que a significância estatística também é de 5 %.

Ao analisar as empresas através da variável instabilidade das receitas (risco), de acordo com o resultado negativo do coeficiente pode-se inferir que quanto maior esta instabilidade, maior a probabilidade da companhia pagar apenas o mínimo estabelecido em lei, sendo $p < 0,01$.

A estabilidade da política de dividendos (EPD) demonstrou que as empresas estudadas tendem a manter constante seu pagamento de dividendos. Empresas que no ano anterior pagaram apenas o mínimo legal, provavelmente irão adotar esta conduta novamente no ano corrente.

Para avaliar a capacidade de previsão do modelo, elaborou-se uma matriz de classificação com o intuito de demonstrar a quantidade de empresas classificadas corretamente e incorretamente pelo modelo logit, conforme instrui Dias Filho e Corrar (2009) e é demonstrado na tabela 9.

Tabela 9 - Matriz de classificação do modelo.

Observado	Estimado		Total	Classificações Corretas
	Mínimo	Acima		
Mínimo	291	107	398	73,12%
Acima	80	636	716	88,83%
Total	371	743	1114	83,2%

Fonte: elaborado pelo autor.

O modelo foi capaz de prever corretamente 73,12% dos casos em que é pago apenas o mínimo de dividendos, e 88,83% nos casos onde houve pagamento acima do mínimo. A acurácia do modelo foi de 83,2%, demonstrando ser este um bom modelo para previsão de pagamentos de dividendos.

4.5 FATORES DETERMINANTES NO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS ACIMA DO MÍNIMO LEGAL

Após identificar quais os fatores que diferenciam o grupo de empresas que pagam apenas o dividendo mínimo legal das que distribuem acima deste mínimo, nesta seção serão apresentados os fatores que influenciam este último grupo a realizar o pagamento extra de proventos.

Para realizar a estimação dos fatores, utilizou-se um modelo de regressão múltipla. A amostra foi composta por 716 empresas que distribuíram dividendos acima do mínimo legal (duas empresas foram excluídas da amostra por falta de dados) durante o período selecionado para o estudo. As estatísticas descritivas das variáveis independentes amostrais estão relatadas na tabela 10.

Tabela 10 – Estatísticas descritivas das variáveis.

VARIÁVEL	Sem tratamento para <i>outliers</i>			Com tratamento para <i>outliers</i>		
	MÉDIA	MEDIANA	σ	MÉDIA	MEDIANA	σ
L	0,250	0,157	0,590	0,213	0,157	0,229
E	55,839	57,700	21,920	55,907	57,700	21,558
Liq	1,835	1,100	5,302	1,400	1,100	1,256
T	14,860	14,822	2,024	14,883	14,822	1,891
I	0,651	0,102	11,301	0,183	0,102	0,322
DISP	58,444	57,050	28,835	58,530	57,050	28,689
Inst_Rec	0,253	0,167	0,338	0,236	0,167	0,240
EPD	1,517	0,811	4,773	1,225	0,811	1,156

Nota: a letra sigma (σ) representa o desvio padrão amostral. O número total de eventos da amostra é 716. A coluna "sem tratamento para *outliers*" apresenta os dados das variáveis independentes antes do processo de winsorização e "com tratamento para *outliers*" apresenta os dados após o processo.

Fonte: elaborado pelo autor.

Através do desvio padrão das variáveis e da análise dos dados da amostra, observa-se a existência de *outliers*. As observações atípicas devem receber atenção ao realizar uma regressão múltipla. Sua existência nos dados selecionados pode ser explicada pelo grande número de observações na amostra, sendo esta composta por uma gama de diferentes empresas de diferentes setores com situações econômicas distintas. Por conseguinte, muitas variáveis apresentaram grande amplitude.

Estes dados extremos podem influenciar significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Algumas variáveis, principalmente Liq, I e EDP, apresentam desvio padrão elevado, indicando uma possível presença de *outliers*. Com o intuito de evitar possíveis vieses na estimação por causa das observações atípicas, foi realizada a winsorização das variáveis. Pode ser percebida a drástica diminuição nos desvios padrão das variáveis pós winsorização, mas sem alterações nas suas medianas.

A equação matemática 21, anteriormente já apresentada, descreve o modelo criado para a pesquisa.

$$EXTRA_{(i,t)} = \beta_0 + \beta_1 L_{(i,t)} + \beta_2 E_{(i,t)} + \beta_3 Liq_{(i,t)} + \beta_4 T_{(i,t)} + \beta_5 I_{(i,t)} \quad (\text{eq.21}) \\ + \beta_6 DISP_{(i,t)} + \beta_7 Inst_Rec_{(i,t)} + \beta_8 EPD_{(i,t)} + \varepsilon$$

Os resultados da regressão estão sintetizados na tabela 11. Conforme demonstrado nesta, a regressão atingiu um R-quadrado ajustado de 41,06%. A média da variável dependente foi de aproximadamente 1,43. Este dado indica que, as companhias brasileiras que pagaram acima do dividendo mínimo obrigatório no período de 2007-2011, o fizeram, em média, 143% acima do patamar mínimo legal.

Tabela 11 – Resultados da regressão múltipla.

VARIÁVEIS	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	razão-t	p-valor
CONSTANTE	1,13548	0,320285	3,5452	0,00042 ***
L	0,215776	0,151527	1,424	0,15488
E	-0,003733	0,00206561	-1,8072	0,07115 *
Liq	-0,0329711	0,0329682	-1,0001	0,31761
T	-0,027176	0,0198587	-1,3685	0,1716
I	-0,218775	0,104671	-2,0901	0,03696 **
DISP	0,00373141	0,00116051	3,2153	0,00136 ***
INST_REC	0,151323	0,139356	1,0859	0,27791
EPD	0,565105	0,0293386	19,2615	<0,00001 ***
Observações (n)		716		
Média Variável Dependente		1,428504		
Desvio Padrão variável dependente		1,099885		
R-quadrado		0,4172		
R-quadrado ajustado		0,410625		
p-valor (F)		7,02E-78		

Nota: *, ** e * representam significância estatística de 1%, 5% e 10% respectivamente.**

Fonte: elaborado pelo autor.

Os coeficientes devem ser interpretados como uma estimativa do efeito da variável independente sobre a dependente, quando as demais se mantêm inalteradas. O sinal do coeficiente é que vai determinar a direção da mudança, que pode ser aumentativa ou diminutiva (DIAS FILHO; CORRAR, 2009). Conforme o exposto, dentre as 8 (oito) variáveis independentes analisadas, 4 (quatro) apresentaram coeficientes com significância estatística, sendo elas: o

endividamento (E), o investimento (I), a dispersão (DISP) e a estabilidade da política de dividendos (EPD).

Conforme o esperado, empresas com menor endividamento (E) tendem a pagar dividendos maiores entre as companhias que o fazem acima do mínimo estabelecido em lei, fato corroborado pelo coeficiente negativo e pelo valor de $p < 0,1$. Similarmente à variável endividamento, quanto menor forem as possibilidades de investimento da empresa (I), maior a chance de que os dividendos distribuídos sejam maiores. Para esta variável, a significância estatística é de 5 %.

Ao analisar as empresas através da variável dispersão (DISP), de acordo com o resultado positivo do coeficiente, pode-se inferir que quanto maior esta dispersão (percentual de ações possuído pelo acionista majoritário), maior a probabilidade das companhias pagarem dividendos extras, sendo $p < 0,01$. O pagamento de dividendos pode ser utilizado para a redução de problema de agência, sendo assim, o resultado acima apresentado contradiz a teoria de que empresas com maior dispersão tenderiam a pagar menos dividendos por possuírem menos problemas de agência.

A variável estabilidade da política de dividendos (EPD) demonstrou que as empresas estudadas tendem a manter constante seu pagamento de dividendos. Empresas que no ano anterior pagaram certa quantia acima do mínimo legal, provavelmente irão adotar esta prática novamente no ano corrente. Essa foi a variável com maior poder de explicação no estudo, e corrobora o estudo clássico de Lintner (1956) que descreve a tendência, principalmente em mercados desenvolvidos, da estabilidade na política de dividendos. Gestores tendem a manter constantes as taxas de remuneração dos acionistas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Vários estudos (FERREIRA JUNIOR *et al.*, 2010; HEINEBERG; PROCIANOY, 2003; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006) buscaram identificar os fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. Estas pesquisas avaliaram quais fatores influenciaram a distribuição de proventos das companhias brasileiras de capital aberto. Com uma perspectiva diferente destes, o presente trabalho procurou estudar os fatores determinantes de dividendos sob um novo prisma, conectando ao tema a questão legal (legislação) sobre o assunto.

No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações. Esta lei estabelece que acionistas têm direito de receber o dividendo mínimo obrigatório, ou seja, uma parcela dos lucros de cada exercício deverá ser destinado aos mesmos. Assim, as companhias listadas na bolsa brasileira têm a obrigação (e não a opção) de distribuir uma parcela preestabelecida de seus lucros. Observa-se no mercado de capitais nacional, entretanto, que muitas companhias optam por distribuir valores acima do valor mínimo legal por iniciativa própria.

Descobrir os fatores que influenciam algumas empresas listadas na BM&FBovespa a adotar a prática de pagar dividendos acima do estabelecido em lei tem grande relevância para a compreensão do tema dividendos no Brasil. Pois essa parcela extra de dividendos fica a critério das companhias, sem nenhuma obrigação legal. Assim, identificar quais fatores influenciam o pagamento acima do mínimo estabelecido em lei, é identificar também os fatores que influenciam a real decisão de pagar dividendos por parte das empresas.

Por muito tempo, os dividendos não eram relevantes para os investidores no Brasil, em decorrência principalmente das altas taxas de inflação vigentes na economia brasileira e ausência de correção monetária sobre os dividendos (PROCIANOY, 2006). Com a estabilidade dos preços ocorrida na economia após 1996, os dividendos passaram a ser mais valorizados, ganhando destaque nos portfólios das empresas (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007).

No presente trabalho constatou-se que as variáveis independentes que possuem influência sobre as empresas no que concerne o pagamento de dividendos acima do mínimo legal são: o endividamento (E), investimento (I), dispersão (DISP) e estabilidade da política de dividendos (EPD). Sendo assim, companhias com menores níveis de endividamento, menores possibilidades de investimento e maior dispersão de suas ações tendem a distribuir aos seus acionistas quantias maiores de dividendos²³. Também foi averiguado neste trabalho, no decorrer do período amostral, que as empresas tendem a manter constante o pagamento de proventos aos acionistas.

Com base nas informações obtidas neste trabalho, investidores poderão alocar seu capital de forma mais consciente, reduzindo riscos e aumentando sua rentabilidade, no que diz respeito ao pagamento de dividendos.

²³ Valores acima do mínimo estabelecido em lei.

REFERÊNCIAS

AIVAZIAN, Varouj; BOOTH, Laurence; CLEARY, Sean. Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms? **Journal of Financial Research**, v.26, n.3, p.371-387, 2003.

ALLEN, Franklin; MICHAELY, Roni. Payout policy. In: JARROW, R.A.; MAKSIMOVIC, V.; ZIEMBA, W.T. **Handbook in Operations Research and Management Science**. Amsterdã: North-Holland, 1995. p. 793-838.

ALLI, Kasim L.; KHAN, A. Qayyum; RAMÍREZ, Gabriel G. Determinants of corporate dividend policy: a factorial analysis. **The Financial Review**, v.28, n.4, p.523-547, nov. 1993.

AMIHUD, Yakov; MURGIA, Maurizio. Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany. **The Journal of Finance**, v.52, n.1, p. 397-408, mar.1997.

ANDRADE, Adriana; ROSSETI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

ANG, Andrew; BAKAERT, Geert. Stock return predictability: is it there? **The Review of Financial Studies**, v.20, n.3, p.651-707, may 2007.

ANIL, Kanwal; KAPOOR, Sujata. Determinants of dividend payout ratios: a study of Indian information technology sector. **International Research Journal of Finance and Economics**, v.15, p.63-71, 2008.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G.; AMBROZINI, Marcelo A. **Dividendos: teoria e prática**. Rio Preto: Inside Books, 2007.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G.; SHEEHAN, Dennis P. Dividends and corporate shareholders. **The Review of Financial Studies**, v.22, n.6, 2009.

BEN NACEUR, Samy; GOAIED, Mohamed; BELANES, Amel. A Re-examination of dividend policy: a dynamic panel data analysis. **International Review of Finance**, v.6, n.1, p.1-23, mar./jun. 2006.

BENARTZI, Shlomo; MICHAELY, Roni; THALER, Richard. Do changes in dividends signal the future or the past? **The Journal of Finance**, v.52, n.3, jul. 1997.

BLACK, Fisher; SCHOLES, Myron. The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. **Journal of Financial Economics**, v.1, n.1, p.1-22, may 1974.

BLUME, Marshall. Stock return and dividend yield: some more evidence. **Review of Economics and Statistics**, v.62, p.567-577, 1980.

BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. **Finanças**. Porto Alegre: Bookman, 2002.

BRAV, Alon; GRAHAM, John R.; CAMPBELL, Harvey R.; MICHAELY, Roni. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, v.77, n.1, p.483-527, may. 2005.

BRASIL. Congresso Nacional. **Lei n° 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

_____. _____. **Lei n° 9.249**, 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.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. São Paulo: Thomson Learning, 2007.

BRITO, Ney; RIETTI, Ricardo. Efeito Clientela, níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração**, v. 16, n.1, p. 33-46, jan/mar 1981.

BROWN, Kate; SUM, Vichet. Determinants of dividend payments. **International Journal of Applied Accounting and Finance**, v.1, n.1, p.40-46, aug.2010.

BUENO, Artur F. Os dividendos como estratégia de investimento em ações. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, n.28, p.39-55, jan./abr. 2002.

CHEN, Jianguo; DHIENSIRI, Nont. Determinants of dividend policy: the evidence from New Zeland. **International Research Journal of Finance and Economics**, v.34, 2009.

CHETTY, Raj; SAEZ, Emmanuel. Dividend taxes and corporate behavior: evidence from 2003 dividend tax cut. **The Quaterly Journal of Economics**, v.20, n.3, p. 791-833, aug. 2005.

COELHO, Antônio C.; CUNHA, Jacqueline. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria. **Análise multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia**. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2009. p.131-231.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação n° 683**, de 30 de agosto de 2012. Aprova a interpretação técnica ICPC 08 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da contabilização da proposta de pagamento de dividendos.

CORRAR, Luiz J.; DIAS FILHO, José Maria. Regressão Logística. In: CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria. **Análise**

multivariada: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. 1.ed. São Paulo: Atlas, 2009. p.280-323.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas:** teoria e prática. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DeANGELO, Harry; DeANGELO, Linda; SKINNER, Douglas J. Dividend and losses. **The Journal of Finance**, v.47, n.5, p.1837-1863, dec.1992.

DECOURT, Roberto F.; PROCIANOY, Jairo 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.

DENIS, David J.; OSOBOV, Igor. Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy. **Journal of Financial Economics**, v.89, n.1, p.62-82, jul.2008.

DHALIWAL, Dan; LI, Oliver Z. Investor tax heterogeneity and ex-dividend day trading volume. **The Journal of Finance**, v.61, n.1, p.463-490, feb.2006.

DOWNING, Douglas; CLARK, Jeffrey. **Estatística aplicada**. São Paulo: Saraiva, 1999.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. **Review of Economics and Statistics**, v.52, n.1, p.68-74, fev.1970.

FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v.25, n.2, p.383-417, may 1970.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v. 60, n.1, p.3-43, 2001.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. **Manual de direito comercial**. São Paulo: Atlas, 2005.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley *et al.* Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **FACEF Pesquisa**, v.13, n.2, p. 190-203, 2010.

FOX, John. Applied regression analysis, linear models, and related models. Thousand Oaks: Sage, 1997.

FREIRE, Hércules *et al.* Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, n.39, p.47-67, set./dez. 2005.

GARCIA-BLONDON, Josep; MARTINEZ-BLASCO, Monica. The ex-dividend day anomaly in the spanish stock market. **Journal of CENTRUM Cathedra**, v.5, n.1, p.102-114, 2012.

GITMAN, Lawrence. **Princípios de administração financeira**: essencial. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GOOD, Phillip I.; HARDIN, James W. **Common errors in statistics** (and how to avoid them). 3rd ed. Hoboken: Wiley, 2009.

GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. **Journal of Finance**, v.18, n.2, p.264-272, may 1963.

GRINBLATT, Mark; TITMAN, Sheridan. **Mercados financeiros e estratégia corporativa**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HACKETHAL, Andreas; ZDANTCHOUK, Alexandre. Signaling power of open market repurchases in Germany. **Financial Markets and Portfolio Management**, v.20, n.2, p.123-151, 2006.

HAIR, Joseph *et al.* **Análise multivariada de dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HEINEBERG, Ricardo; PROCIANOY, Jairo L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. In: TERCEIRO ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 2003, São Paulo. **Anais do Terceiro Encontro Brasileiro de Finanças**, 2003.

HOAGLAND, Henry E. **Corporation Finance**. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, 1947.

HUDA, Farzana; FARAH, Tazrina. Determinants of dividend decision: a focus on banking sector in Bangladesh. **International Research Journal of Finance and Economics**, v.77, 2011.

IQUIAPAZA, Robert; LAMOUNIER, Wagner; AMARAL, Hudson. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. In: 30° ENCONTRO DA ANPAD, 2006, Salvador. **Anais do 30° Encontro da ANPAD**, 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

IUDÍCIBUS, Sérgio *et al.* **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, Michael C. Some anomalous evidence regarding market efficiency. **Journal of Financial Economics**, v. 6, n.2/3, p. 95-101, 1978.

JOINT ECONOMIC COMMITTEE, 2003. **Dividend Tax Relief and Capped Exclusions**. Disponível em: http://jec.senate.gov/republicans/public/?a=Files.Serve&File_id=c5aac286-ad96-4e04-bcdb-6ba3970231a9. Acesso em: 05 abr. 2012.

KADIYALA, Padmaja; RAU, Raughvendra. Investor reaction to corporate announcements: under-reaction or over-reaction? **Journal of Business**, v.77, p.357-386, 2004.

KANDIR, Antônio. A reforma da lei das s.a. e o desenvolvimento. In: WALD, Arnaldo (Org.). **Direito empresarial: sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p.39-48.

KEPPLER, Michael. The importance of dividend yields in country selection. **Environmental Economics Papers**, v.17, n.2, p.24-29, 1991.

KOKIC, P. N.; BELL, P.A. Optimal winsorizing cutoffs for a stratified finite population estimator. **Journal of Official Statistics**, v.10, n.4, p.419-435, 1994.

LA PORTA, Rafael *et al.* Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, v.55, n.1, p.1-33, 2000.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do mercado de capitais**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LEMES JÚNIOR, Antônio B.; CHEROBIM, Ana Paula; RIGO, Claudio M. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

LIANG, Woan-lih *et al.* Motivation for repurchases: a life cycle explanation. **Journal of Financial Services Research**, 2012. Disponível em: <http://www.springerlink.com/content/g00326h53l118237>. Acesso em: 13 abr. 2012.

LINTNER, John. 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.

LUSK, Edward; HALPERIN, Michael; HEILIG, Frank. A note on power differentials in data preparation between trimming and winsorizing. **Business Management Dynamics**, v.1, n.2, p.23-31, aug. 2011.

MAMEDE, Gladston. **Direito empresarial brasileiro: direito societário**. São Paulo: Atlas, 2004.

MARTINS, Andressa L.; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **ERA**, v.52, n.1, p.24-39, jan/fev. 2011.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas: lei n 6.404 de 15 de dezembro de 1976**. Rio de Janeiro: Forense, 1984.

MATARAZZO, Dante C. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

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

PAPADOPOULOS, Dimitrios; CHARALAMBIDIS, Dimitrios P. Focus on present status and determinants of dividend payout policy: Athens stock exchange in perspective. **Journal of Financial Management and Analysis**, v.20, n.2, p.24-37, 2007.

PETIT, Richardson. Taxes, transactions costs and the clientele effect of dividends. **Journal of Financial Economics**, v.5, n.3,p.419-436, dec.1977.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PROCIANOY, Jairo L. A política de dividendos e o preço das ações. In: VARGA, Gyorgy; LEAL, Ricardo (org.). **Gestão de Investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 2006. p.139-164.

PROCIANOY, Jairo L.; KWITKO, Leonardo C. Ações de empresas brasileiras e suas ADRs: uma nota sobre datas ex-dividend. **Revista Brasileira de Economia**, v.61, n.1, p.111-124, 2007.

PROCIANOY, Jairo L.; VERDI, Rodrigo. Dividend clientele, new insights, and new questions: the brazilian case. **RAE – eletrônica**, v.8, n.1, art.1, jan./jun. 2009.

_____. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v.1, n.2, p.217-242, dez. 2003.

RAMOS, Alberto Guerreiro. **A Redução Sociológica** - introdução ao estudo da razão sociológica. Rio de Janeiro: Edições Tempo Brasileiro Ltda, 1965.

REBOUCAS, Lúcia. Ações pagam cada vez mais dividendos. **Gazeta Mercantil**, São Paulo, 02 fev. 2007. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp>>. Acesso em: 15 abr. 2012.

REQUIÃO, Rubens. A distribuição de lucros nas sociedades anônimas. In: WALD, Arnaldo (org.). **Direito empresarial: sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p.1305-1310.

ROCHA, André. O dividendo obrigatório representa no mínimo 25% do lucro líquido? **Jornal Valor Econômico**, São Paulo, 28 set. 2011. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-veste/o-estrategista/1025264>>. Acesso em: 10 abr. 2012.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Scientia Iuris**, v.16, n.2, p.107-128, 2012.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira**. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

SANTOS, Ariovaldo dos; SALOTTI, Bruno M. Juros sobre o capital próprio – pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, v.10, n.2, p. 97-118, 2007.

SANVICENTE, Antonio Z. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SHILLER, Robert J. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? **The American Economic Review**, v.71, n.3, p.421-436, jun. 1981.

SILVER, Mick. **Estatística para administração**. São Paulo: Atlas, 2000.

TSUJI, Chikashi. What are the determinants of dividend policy? The case of the japanese electrical appliances industry. **Business and Economics Journal**, v.1, n.1, 2010.

WALD, Arnaldo. Pagamento de dividendos a ações preferenciais e atribuição do direito de voto. In: _____. **Direito empresarial: sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p.1285-1290.

ANEXO A – ARTIGOS 201 À 205 DA LEI 6.404/76**SEÇÃO III****Dividendos****Origem**

Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.

§ 1º A distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

§ 2º Os acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido. Presume-se a má-fé quando os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste.

Dividendo Obrigatório

Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - os lucros registrados na reserva de lucros a realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios

subseqüentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º O estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º A assembléia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º O dividendo previsto neste artigo não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembléia-geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação e, na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembléia-geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembléia.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subseqüentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

Dividendos de Ações Preferenciais

Art. 203. O disposto nos artigos 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos.

Dividendos Intermediários

Art. 204. A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

§ 1º A companhia poderá, nos termos de disposição estatutária, levantar balanço e distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

§ 2º O estatuto poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral.

Pagamento de Dividendos

Art. 205. A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.

§ 1º Os dividendos poderão ser pagos por cheque nominativo remetido por via postal para o endereço comunicado pelo acionista à companhia, ou mediante crédito em conta-corrente bancária aberta em nome do acionista.

§ 2º Os dividendos das ações em custódia bancária ou em depósito nos termos dos artigos 41 e 43 serão pagos pela companhia à instituição financeira depositária, que será responsável pela sua entrega aos titulares das ações depositadas.

§ 3º O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembléia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

ANEXO B – ARTIGOS 1º AO 12º DA LEI 9.249/95

Art. 1º As bases de cálculo e o valor dos tributos e contribuições federais serão expressos em Reais.

Art. 2º O imposto de renda das pessoas jurídicas e a contribuição social sobre o lucro líquido serão determinados segundo as normas da legislação vigente, com as alterações desta Lei.

Art. 3º A alíquota do imposto de renda das pessoas jurídicas é de quinze por cento.

§ 1º A parcela do lucro real, presumido ou arbitrado, apurado anualmente, que exceder a R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais), sujeita-se à incidência de adicional de imposto de renda à alíquota de dez por cento.

§ 1º A parcela do lucro real, presumido ou arbitrado, que exceder o valor resultante da multiplicação de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) pelo número de meses do respectivo período de apuração, sujeita-se à incidência de adicional de imposto de renda à alíquota de dez por cento.(Redação dada pela Lei 9.430, de 1996)

§ 2º O limite previsto no parágrafo anterior será proporcional ao número de meses transcorridos, quando o período de apuração for inferior a doze meses.

§ 2º O disposto no parágrafo anterior aplica-se, inclusive, nos casos de incorporação, fusão ou cisão e de extinção da pessoa jurídica pelo encerramento da liquidação.(Redação dada pela Lei 9.430, de 1996)

§ 3º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, à pessoa jurídica que explore atividade rural de que trata a Lei nº 8.023, de 12 de abril de 1990.

§ 4º O valor do adicional será recolhido integralmente, não sendo permitidas quaisquer deduções.

Art. 4º Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989, e o art. 1º da Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.

Art. 5º O inciso IV do art. 187 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a vigorar com a seguinte redação:(Vide Medida Provisória nº 446, de 7 de novembro de 2008)

"Art.187.....
 IV - o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais;
"

Art. 6º Os valores controlados na parte "B" do Livro de Apuração do Lucro Real, existentes em 31 de dezembro de 1995, somente serão corrigidos monetariamente até essa data, observada a legislação então vigente, ainda que venham a ser adicionados, excluídos ou compensados em períodos-base posteriores.

Parágrafo único. A correção dos valores referidos neste artigo será efetuada tomando-se por base o valor da UFIR vigente em 1º de janeiro de 1996.

Art. 7º O saldo do lucro inflacionário acumulado, remanescente em 31 de dezembro de 1995, corrigido monetariamente até essa data, será realizado de acordo com as regras da legislação então vigente.

§ 1º Para fins do cálculo do lucro inflacionário realizado nos períodos-base posteriores, os valores dos ativos que estavam sujeitos a correção monetária, existentes em 31 de dezembro de 1995, deverão ser registrados destacadamente na contabilidade da pessoa jurídica.

§ 2º O disposto no parágrafo único do art. 6º aplica-se à correção dos valores de que trata este artigo.

§ 3º À opção da pessoa jurídica, o lucro inflacionário acumulado existente em 31 de dezembro de 1995, corrigido monetariamente até essa data, com base no parágrafo único do art. 6º, poderá ser considerado realizado integralmente e tributado à alíquota de dez por cento.

§ 4º A opção de que trata o parágrafo anterior, que deverá ser feita até 31 de dezembro de 1996, será irrevogável e manifestada através do pagamento do imposto em cota única, podendo alcançar também o saldo do lucro inflacionário a realizar relativo à opção prevista no art. 31 da Lei nº 8.541, de 23 de dezembro de 1992.

§ 5º O imposto de que trata o § 3º será considerado como de tributação exclusiva.

Art. 8º Permanecem em vigor as normas aplicáveis às contrapartidas de variações monetárias dos direitos de crédito e das obrigações do contribuinte em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposição legal ou contratual.

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

§ 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.

§ 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. (Redação dada pela Lei nº 9.430, de 1996)

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

§ 3º O imposto retido na fonte será considerado:

I - antecipação do devido na declaração de rendimentos, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real;

II - tributação definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real, inclusive isenta, ressalvado o disposto no § 4º;

§ 4º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro presumido ou arbitrado, os juros de que trata este artigo serão adicionados à base de cálculo de incidência do adicional previsto no § 1º do art. 3º.

§ 4º (Revogado pela Lei nº 9.430/1996).

§ 5º No caso de beneficiário sociedade civil de prestação de serviços, submetida ao regime de tributação de que trata o art. 1º do Decreto-lei nº 2.397, de 21 de dezembro de 1987, o imposto poderá ser compensado com o retido por ocasião do pagamento dos rendimentos aos sócios beneficiários.

§ 6º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o imposto de que trata o § 2º poderá ainda ser compensado com o retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração de capital próprio, a seu titular, sócios ou acionistas.

§ 7º O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no § 2º.

§ 8º Para os fins de cálculo da remuneração prevista neste artigo, não será considerado o valor de reserva de reavaliação de bens ou direitos da pessoa jurídica, exceto se esta for adicionada na determinação da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

§ 9º À opção da pessoa jurídica, o valor dos juros a que se refere este artigo poderá ser incorporado ao capital social ou mantido em conta de reserva

destinada a aumento de capital, garantida sua dedutibilidade, desde que o imposto de que trata o § 2º, assumido pela pessoa jurídica, seja recolhido no prazo de 15 dias contados a partir da data do encerramento do período-base em que tenha ocorrido a dedução dos referidos juros, não sendo reajustável a base de cálculo nem dedutível o imposto pago para fins de apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

§ 10. O valor da remuneração deduzida, inclusive na forma do parágrafo anterior, deverá ser adicionado ao lucro líquido para determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Parágrafo único. No caso de quotas ou ações distribuídas em decorrência de aumento de capital por incorporação de lucros apurados a partir do mês de janeiro de 1996, ou de reservas constituídas com esses lucros, o custo de aquisição será igual à parcela do lucro ou reserva capitalizado, que corresponder ao sócio ou acionista.

Art. 11. Os rendimentos produzidos por aplicação financeira de renda fixa, auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de quinze por cento.

§ 1º Os rendimentos de que trata este artigo serão apropriados pro rata tempore até 31 de dezembro de 1995 e tributados, no que se refere à parcela relativa a 1995, nos termos da legislação então vigente.

§ 2º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro presumido ou arbitrado, os rendimentos de que trata este artigo, bem como os rendimentos de renda variável e os ganhos líquidos obtidos em bolsas, serão adicionados à base de cálculo de incidência do adicional previsto no § 1º do art. 3º.

§ 3º O disposto neste artigo não elide as regras previstas nos arts. 76 e 77 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995.