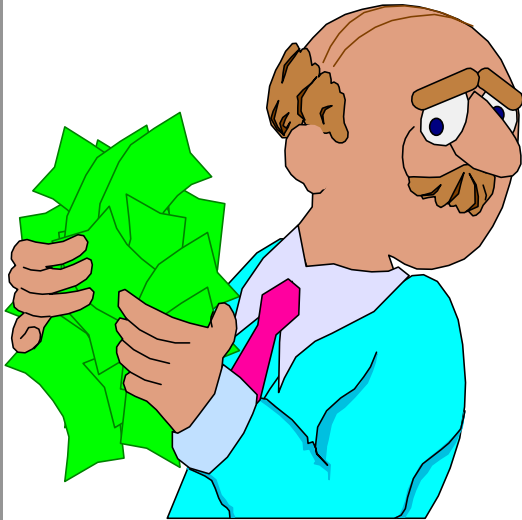


POLÍTICA DE DIVIDENDOS (ou política de remuneração aos acionistas)



- *Quando pagar dividendos*
- *Quando reter lucros*
- *Dividendos e bonificação*
- *O modelo de Gordon sem mistérios*

Autores: Francisco Cavalcante(f_c_a@uol.com.br)

- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
- É Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis e compra e venda de participações acionárias.
- O consultor Francisco Cavalcante já desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

Paulo Dragaud Zeppelini(cavalcante@netpoint.com.br)

- Administrador de Empresas com MBA em finanças pelo Instituto Brasileiro de mercado de Capitais – IBMEC.
- Executivo financeiro com mais de 10 anos de experiência. Desenvolveu carreira em instituições financeiras do segmento de mercado de capitais. Foi diretor da Título Corretora de Valores S.A. onde desenvolveu e implantou o departamento técnico e coordenou as atividades da área de fundos de investimento.
- Atualmente é consultor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos.

ÍNDICE

	PÁG
◆ POR QUE OS DIVIDENDOS SÃO IMPORTANTES?	3
◆ O QUE É DIVIDENDO?	5
◆ QUAL A DIFERENÇA ENTRE DIVIDENDO E BONIFICAÇÃO?	6
◆ MÉTODO USUAL DE PAGAMENTO DO DIVIDENDO	9
◆ O CASO DOS JUROS SOBRE CAPITAL	10
◆ A IMPORTÂNCIA DA DATA EX-DIVIDENDOS	13
◆ TEORIAS DE POLÍTICAS DE DIVIDENDOS	14
◆ QUAIS SÃO OS ARGUMENTOS DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	16
◆ QUAIS SÃO OS ARGUMENTOS DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	18
◆ OUTROS FATORES QUE INFLUENCIAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	19
◆ COMO A CAVALCANTE & ASSOCIADOS VÊ A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	20

POR QUE OS DIVIDENDOS SÃO IMPORTANTES?

“O objetivo da administração é o da maximização da riqueza dos acionistas/proprietários.

Toda empresa tem um valor, e este valor é determinado pela capacidade da empresa remunerar seus proprietários.

Os proprietários de uma empresa são remunerados de 2 formas:

- 1. Recebimento de dividendos no curto prazo (dinheiro no bolso), e*
- 2. Valorização das suas ações/cotas (daqui para frente vamos nos referir apenas a ações).*

A valorização das ações é fruto da retenção de lucros.

Lucros são retidos para serem reinvestidos em novos negócios.

Novos negócios visam elevar os dividendos futuros.

Portanto, a valorização de uma ação é reflexo da perspectiva de aumento nos dividendos futuros.

Em suma, o acionista somente se beneficia de dividendos: dividendos presentes e dividendos futuros.

Neste contexto, a definição de uma política de dividendos adequada é uma decisão financeira essencial para a empresa, uma vez que os dividendos são, efetivamente, um fluxo de caixa para os acionistas.

No momento em que um grande número de empresas são privatizadas e outras pensam em abrir seu capital para financiar o crescimento, o assunto merece destaque e análise profunda. Além disto, a capacidade de pagar dividendos representa um indicador importante do desempenho da empresa tanto no presente quanto no futuro.

Na prática, qualquer empresa de pequeno, médio ou grande porte tem na política de dividendos uma decisão que busca o equilíbrio entre remuneração dos acionistas e financiamento de novos programas de investimento.

*Neste **Up-To-Date®**, vamos abordar questões como a relevância e irrelevância dos dividendos, o reinvestimento de dividendos e os fatores que afetam a política de dividendos”.*

Leituras de Up-To-Dates® recomendadas

Up-To-Date® 16 – Valorização de participações minoritárias

Up-To-Date® 17 – Valorização de participações majoritárias

Up-To-Date® 34 – O Indicador P/L

A leitura destes Up-To-Dates®, embora não seja essencial, ajudará na compreensão dos assuntos tratados neste Up-To-Date®.

O QUE É DIVIDENDO?

De forma geral, o dividendo é uma destinação do lucro do exercício, dos lucros acumulados ou da reserva de lucros da empresa. Podemos dizer também que o dividendo é o que a empresa paga aos acionistas do lucro obtido em determinado período, proporcional à quantidade de ações que cada um possui.

No caso brasileiro, a lei das Sociedades Anônimas determina a distribuição de um dividendo mínimo obrigatório que deve ser estipulado no estatuto da empresa. Atualmente, o valor legal para distribuição é de 25% do lucro líquido, no mínimo.

Exemplo:

Lucro líquido	\$1.000
(-) Dividendos (25% do lucro líquido)	(\$250)
(=) Lucros retidos	\$750

Se uma empresa tem seu capital composto por 100 ações, cada ação fará jus a um dividendo por ação de \$6,50 ($\$750 / 100$).

Se um acionista detiver 2 ações, terá direito a receber \$15 de dividendos ($2 \times \$7,50$).

O estatuto deve fixar um critério para a distribuição dos dividendos. Por exemplo, um percentual do lucro, um percentual do capital social ou do patrimônio líquido, etc.

A decisão de distribuição não pode ser da administração ou da maioria da assembléia.

Observação

A legislação sobre distribuição de dividendos pode ser encontrada na Lei Nº 6.404 (Lei das Sociedades Anônimas). No caso das companhias abertas existem algumas determinações específicas da CVM – Comissão de Valores Mobiliários.

QUAL A DIFERENÇA ENTRE DIVIDENDO E BONIFICAÇÃO?

O termo dividendo geralmente se refere à distribuição de lucro em dinheiro.

A bonificação é a distribuição gratuita de novas ações aos acionistas decorrente da incorporação de reservas ao capital social da empresa. Portanto, é uma troca de recursos entre contas do patrimônio líquido.

Vamos imaginar o seguinte exemplo:

O patrimônio líquido da empresa Boni S.A. apresenta a seguinte composição em 31/12/98.

Capital Social	\$2.000.000
Reservas	\$1.500.000
Lucros acumulados	\$1.000.000
Patrimônio Líquido	\$4.500.000

O Capital Social é composto de 100.000 ações no valor de \$20 cada uma.

Na Assembléia Geral Ordinária foi decidida a incorporação da totalidade dos lucros acumulados ao capital social.

Para incorporar os lucros acumulados a empresa precisará emitir 50.000 nova ações ($\$1.000.000 / \20) que representam 50% do capital social atual.

Portanto, os acionistas vão receber, gratuitamente, uma bonificação de 50%, ou 0,5 ação para cada uma que possuem.

A nova composição do patrimônio líquido será:

Capital Social	\$3.000.000
Reservas	\$1.500.000
Patrimônio Líquido	\$4.500.000

O novo capital social será composto de 150.000 ações no valor de \$20 cada uma.

Este procedimento não implica em qualquer ganho para o acionista, uma vez que sua participação não sofre mudança em termos relativos, ou seja, a bonificação distribuída aos acionistas é efetuada na proporção de sua participação no capital social. A única mudança é na quantidade de ações possuídas.

É importante notar que normalmente os acionistas recebem a mesma espécie de ações que possuem. Como a bonificação aumenta o número de ações existentes, ela reduz, evidentemente, o valor patrimonial de cada ação (VPA). Acompanhe a mudança no valor patrimonial ocorrida no nosso exemplo:

$VPA = \text{Patrimônio Líquido} / \text{Número de ações}$

Antes da bonificação

$$VPA = \$4.500.000 / 100.000 = \$45$$

Depois da bonificação

$$VPA = \$4.500.000 / 150.000 = \$30$$

O acionista tinha 10 ações com VPA de \$45. Depois da bonificação passará a ter 15 ações com VPA de \$30. Portanto, em ambos os casos a sua participações no patrimônio líquido da empresa é de \$450 (equivalente a 10%).

Em suma, a bonificação não deixa o acionista nem mais rico nem mais pobre.

A bonificação não altera a participação do acionista no patrimônio líquido da empresa

O que acontece com o preço de mercado da ação após a bonificação?

Se não ocorrer nenhum evento que gere expectativas favoráveis para esta ação, então deverá teoricamente ocorrer uma queda no preço de mercado da ação em virtude da diluição dos dividendos.

A queda esperada será proporcional ao número de ações emitidas.

Vamos imaginar que o preço de mercado da ação no exemplo anterior seja de \$ 30 antes da bonificação.

Após a bonificação de 50% o preço de equilíbrio deverá ser \$20 ($\$30 / 1,50$)

E como fica o patrimônio do acionista a valor de mercado?

Resposta: não muda

Vamos verificar:

Antes da bonificação o acionista tinha 100.000 mil ações que valem a preço de mercado \$30. Portanto, seu patrimônio era de \$3.000.000 (100.000 ações x \$30).

Após a bonificação, o número de ações passou a ser 150.000 mil. Portanto, seu patrimônio não se altera e continua sendo de \$3.000.000 (150.000 ações x \$20) considerando o novo preço de equilíbrio da ação no valor de \$20.

Quando o valor da ação se ajusta acima de \$20, podemos encontrar 2 explicações:

- 1) Simultaneamente à bonificação o mercado investidor identificou uma melhora nos resultados futuros da empresa, ou
- 2) O mercado investidor “mal preparado” avalia que recebeu algo a mais, o que não é verdade.

Se o leitor algum dia ler ou ouvir que bonificação representa um ganho para o acionista, está errado.

MÉTODO USUAL DE PAGAMENTO DO DIVIDENDO

A decisão quanto ao pagamento do dividendo aos acionistas da empresa é tomada na Assembléia Geral Ordinária que ocorre anualmente para aprovação dos Demonstrativos Financeiros do exercício anterior. Ao ser declarado, um dividendo passa a ser uma exigibilidade da empresa e não pode ser cancelado facilmente.

O montante do dividendo é expresso em reais por ação (dividendo por ação) ou como percentual do lucro por ação (índice de distribuição).

De forma simplificada temos:

1. Data da declaração.

Em 15 de janeiro (a data de declaração), a Assembléia Geral Ordinária aprova o pagamento de um dividendo de \$1 por ação em 16 de fevereiro (datas hipotéticas).

2. No dia seguinte à assembléia de acionistas que deliberou a concessão de um direito, a ação já estará sendo negociada “ex”(vazia) em relação ao dia anterior à assembléia em que era negociada “com”(cheia). A expressão “ex” ou “vazia” identifica que o novo comprador não terá direito ao dividendo corrente. Se um comprador adquirir a ação antes da assembléia, a ação estará “cheia” ou “com”, o que significa que terá direito aos dividendos correntes.

3. Os acionistas recebem os dividendos em 16 de fevereiro.

O CASO DOS JUROS SOBRE CAPITAL

O governo, através da lei 9.249/95 instituiu a figura dos “juros remuneratórios do capital próprio”. Esta figura só existe no Brasil.

Os juros sobre capital podem ser utilizados pelas empresas como substituto aos dividendos, com a vantagem de serem dedutíveis da base de cálculo do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), sendo este o motivo pelo qual grande parte das empresas prefere pagar juros sobre capital a dividendos.

O cálculo dos juros sobre capital é feito da seguinte maneira:

a) Aplicação da variação *pro rata tempore* da TJLP aplicado sobre o valor do Patrimônio Líquido da empresa menos a Reserva de Reavaliação.

b) Calcula-se o maior valor entre:

50% do lucro do período ou

50% da reserva de lucros e lucros acumulados.

c) Compara-se qual é o menor valor entre os itens “a” e “b”, sendo este a ser considerado.

d) Apura-se o IR de 20% sobre o valor calculado em “c”.

e) Do lucro líquido antes da Equivalência Patrimonial, do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, abate-se o valor apurado pela diferença entre “c” e “d”, e sobre este valor calcula-se o IR e CSLL a pagar.

f) O valor encontrado em “d” deve ser recolhido pela empresa e

g) O valor da diferença entre “c” e “d” a empresa paga aos acionistas sob a forma de juros sobre capital.

Exemplo:

Patrimônio Líquido total da empresa	\$1.000.000
Reserva de lucros e lucros acumulados	\$180.000
Reserva de reavaliação	\$200.000
Varição TJLP	10%
Lucro Líquido antes do IR e CSSL	\$150.000

a) Aplicação da variação *pro rata tempore* da TJLP: $10\% \times (\$1.000.000 - \$200.000) = \$80.000$.

b) 50% do lucro do período = $50\% \times \$150.000 = \75.000

50% da reserva de lucros e lucros acumulados = $50\% \times \$180.000 = \90.000

Valor considerado: \$90.000

c) Ítem “a” = \$80.000

Ítem “b” = \$90.000

Valor considerado = \$80.000

d) IR de 20% sobre o valor calculado em “c” = $20\% \times \$80.000 = \16.000

e) Base de cálculo do IR e CSLL

Lucro Líquido antes do IR e CSSL	\$150.000
(-) Juros sobre capital (\$80.000 - \$16.000)	\$64.000
(=) Base de cálculo	\$86.000

f) Valor a ser recolhido como IR pela empresa: \$16.000

g) Juros sobre capital a pagar: $\$80.000 - \$16.000 = \$64.000$

A IMPORTÂNCIA DA DATA EX-DIVIDENDOS

Evidentemente, a data ex-dividendos possui grande importância para os participantes do mercado quando a empresa possui ações negociadas em bolsa. Se você adquirir uma ação antes desta data, terá direito ao dividendo corrente.

Caso compre a ação no dia da declaração ou depois, não receberá os dividendos correntes.

Observe que o preço da ação deve cair na data ex-dividendos, uma vez que o mercado atribui valor a um dividendo em dinheiro.

Esta queda é uma indicação de eficiência, e não de ineficiência dos mercados.

Na ausência de custos de transação e impostos, o valor da ação deveria cair de acordo com dividendo pago.

Vamos imaginar a seguinte situação:

Preço da ação (P) antes da data ex-dividendos

$$P = \$30$$

Preço da ação na data ex-dividendos ou após

Supondo distribuição de um dividendo de \$2

$$P = \$30 - \$2 = \$28$$

TEORIAS DE POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Apesar dos inúmeros trabalhos acadêmicos, ainda não se chegou a um consenso sobre a importância da política de dividendos e qual o seu efeito sobre o preço das ações.

No Brasil, a questão nunca mereceu grande destaque.

Podemos identificar nesta discussão duas grandes correntes de pensamento. Uma, seguidora das idéias de Modigliani e Miller, que defende a irrelevância da política de dividendos, e outra, mais tradicional, que argumenta a sua relevância.

Apesar da controvérsia, podemos destacar alguns pontos importantes:

- A decisão básica envolve a destinação do lucro líquido. Vamos reter o lucro para reinvestir na atividade ou vamos distribuí-lo aos acionistas sob a forma de dividendos?
- As empresas procuram encontrar qual percentual do lucro deve ser distribuído aos acionistas.

Neste caso, o indicador utilizado é o Payout.

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro Líquido do Exercício}}$$

- Quanto maior for esse índice, menos recursos próprios provenientes de retenção de lucros serão utilizados pela empresa.
- Se o índice payout for muito baixo, a empresa utiliza a retenção de lucros como fonte de financiamento de seus projetos. Por este motivo, muitos autores consideram a questão de reter ou não lucros como uma decisão de financiamento da empresa.

- É fácil perceber que se a empresa tiver projetos em sua atividade com taxa de retorno superior à mínima exigida, os acionistas vão concordar em não receber dividendos.
- Entretanto, caso os acionistas possuam oportunidades de investimento com taxas superiores fora da empresa, vão optar por receber dividendos.
- Existe um forte componente subjetivo na avaliação de uma política de dividendos: a expectativa dos acionistas.

A retenção de lucros só faz sentido se existirem oportunidades de investimento na empresa superiores às disponíveis aos acionistas.

QUAIS SÃO OS ARGUMENTOS DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Já explicamos que existe grande divergência acadêmica sobre a importância ou não da política de dividendos. Mas quais são os argumentos da irrelevância dos dividendos?

Em resumo, os teóricos da irrelevância dos dividendos, liderados por Merton Miller e Franco Modigliani, argumentam:

4. O valor da empresa depende apenas da sua capacidade de geração de valor e do risco do seus ativos. Modigliani e Miller (M&M) defendem que a distribuição de dividendos é apenas uma separação dos fluxos de retornos entre dividendos e lucros reinvestidos.
5. Como explicar a oscilação positiva nos preços das ações em resposta à distribuição elevada de dividendos?

Segundo M&M este aumento ocorre em virtude da expectativa de ganhos futuros e não da preferência por dividendos correntes. Isto significa que os investidores são motivados a comprar em resposta à sinalização positiva fornecida pela distribuição de dividendos. O inverso também seria verdade, uma redução nos dividendos é um sinal negativo e provocaria reduções nos preços das ações.

Estes argumentos enfatizam a importância da informação ou, nas palavras de M&M, do conteúdo informacional.

6. Outro argumento utilizado é o do efeito clientela. Os autores acreditam que a empresa atrai como acionistas pessoas sintonizadas com sua política de dividendos. Em outras palavras, se o acionista espera dividendos estáveis e previsíveis, vai buscar empresas em fase de crescimento e que retém parte considerável dos lucros. Como os acionistas recebem o que desejam, M&M argumentam que os dividendos não vão afetar o valor das ações.
7. Os argumentos de Modigliani e Miller são coerentes com outro ponto de vista: a teoria residual de dividendos. Os defensores desta teoria imaginam os dividendos como um resíduo ou sobra após o **aproveitamento de todas as oportunidades atraentes de investimento.**

Portanto, os dividendos não mudam o valor da empresa.

QUAIS SÃO OS ARGUMENTOS DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Os principais argumentos desta teoria foram formulados por Myron Gordon e John Lintner.

Vamos conferir o principal argumento destes autores.

Na visão de Gordon e Lintner, a retenção de lucros baseada na esperança de se receber no futuro maiores dividendos envolve incerteza.

Segundo este raciocínio, os acionistas percebem que a distribuição envolve a certeza de recebimento no presente, reduzindo a taxa de desconto e elevando o preço das ações. Portanto, a distribuição é vista como uma forma de eliminar a incerteza dos dividendos futuros ou ganhos de capital. Este argumento também se baseia na idéia de que os investidores são avessos ao risco.

OUTROS FATORES QUE INFLUENCIAM A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Já verificamos que a política de dividendos deve obedecer, em última análise, o princípio da maximização da riqueza dos acionistas. No entanto, outros fatores precisam ser observados em virtude da influência que podem exercer na decisão da empresa.

➤ **Tributos**

Aspectos tributários como a taxação dos ganhos de capital, dos dividendos, etc podem influenciar a decisão de pagar ou não dividendos.

➤ **Liquidez**

Pode ocorrer de a empresa não ter caixa suficiente para a distribuição de dividendos sem prejudicar sua estrutura de capital.

➤ **Possibilidade de financiamento**

Já vimos neste trabalho que a empresa pode optar por reter lucro para financiar seus projetos. Caso a empresa não tenha condições de captar recursos no mercado com facilidade, provavelmente vai optar pela retenção dos lucros.

➤ **Custo dos financiamentos**

Em muitos casos a empresa não tem problemas para obter financiamento, entretanto, o custo destes financiamentos pode não compensar.

COMO A CAVALCANTE & ASSOCIADOS VÊ A POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Investimentos são financiados com recursos de terceiros e recursos próprios.

Os recursos próprios vêm do capital integralizado pelos acionistas geralmente em dinheiro, mais a retenção de lucros.

A retenção de lucros é impactada pela política de dividendos.

Portanto, a política de dividendos está inserida numa estratégia de financiamento de projetos.

O que vai ditar, portanto, a política de dividendos na sua essência são os novos projetos de investimento.

Vamos a um exemplo:

Uma empresa apurou lucro em 1999 de \$1.000. Este lucro deverá repetir-se nos anos subsequentes.

Como inexistem novos programas de investimento, a empresa pretende distribuir 100% do lucro na forma de dividendos.

O valor da empresa poderá ser calculado pela fórmula de Gordon.

$$\text{Valor} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{CCP*} - G} = \frac{\$1.000}{0,10 - 0,00} = \$10.000$$

*CCP = Custo do capital próprio = é a taxa de retorno mínima exigida pelos acionistas sobre seu capital investido no negócio. O CCP ao ano é de 10%.

O “G” da fórmula de Gordon significa a taxa de crescimento perpétuo dos dividendos, e poderá ser determinado da seguinte maneira:

$G = \text{Taxa de retenção dos lucros} \times \text{Retorno esperado em novos projetos.}$

Em nosso exemplo, como não existe retenção de lucros e nem novos projetos, o G é de zero.

Porém, vamos assumir que o novo, dinâmico e criativo comando da empresa identificou a possibilidade de reter 75% do lucro da empresa por um período de tempo indeterminado, conseguindo para os acionistas um retorno de 11%, 1 ponto percentual acima do retorno mínimo esperado de 10% (CCP).

Portanto, o G é o seguinte:

$$G = 0,75 \times 0,11 = 0,0825$$

Nestas condições o valor da empresa é o seguinte:

$$\text{Valor} = \frac{\$250}{0,10 - 0,0825} = \frac{\$250}{0,0175} = \$14.286$$

Vale lembrar que \$250 representa 25% de lucro de \$1.000, e que os 75% restantes são retidos para reinvestimentos.

O modelo de Gordon mostra que sempre que a empresa encontrar investimentos que ofereçam para os acionistas um retorno superior ao CCP, que é o mínimo de retorno que eles esperam, a administração desta empresa deverá pagar o mínimo de dividendo e reter o máximo de lucros, pois assim estará elevando o valor da empresa, que é seu objetivo maior colocado no início deste texto.

O inverso é verdadeiro.

A política de dividendo é importante sim.