

Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa

Autoria: Ricardo Heineberg, Jairo Laser Procianoy

RESUMO

Este estudo busca identificar os aspectos determinantes da Política de Proventos das empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa entre os anos de 1994 e 2000. Para isto é utilizado o tratamento estatístico de regressão com dados em painel, abrangendo uma amostra final de 196 empresas, verificou-se 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. Dessa maneira, esta pesquisa contribui para o conhecimento do padrão existente na formação da política de proventos das empresas brasileiras que têm ações negociadas na Bovespa, além de demonstrar que é possível identificar alguns comportamentos diferentes quanto a distribuição de proventos em diferentes setores econômicos e tamanhos de empresas.

1. Introdução

A política de dividendos vem sendo objeto de diversos estudos (Baker e Powell, 1999; Procianny e Snider, 1994; Lintner, 1956; entre outros) nos quais formularam aspectos que os gestores seguem, ou deveriam seguir, quando decidem a política de dividendos em suas empresas. Além disso, alguns estudos (Bhattacharya, 1979; Miller e Rock, 1985; John e Williams, 1985; Amihud e Murgia, 1997; entre outros) buscam uma interpretação para o significado da política de dividendos que foi escolhida pelos gestores. A política de dividendos trata de como a empresa realiza a distribuição de seus lucros aos seus acionistas, a quantidade em dinheiro que será paga e a quantidade que será retida na empresa ao longo do tempo. Conjuntamente com as políticas de financiamento e de investimento, a política de dividendos está inclusa no grupo das mais importantes decisões das finanças corporativas e relaciona-se com estas outras à medida que o valor pago na forma de dividendos reduzirá ou não os recursos disponíveis para futuros investimentos e como estes últimos serão financiados.

A decisão da política de dividendos é uma matéria sobre a qual o consenso ainda parece bastante distante. Miller e Modigliani (1961) afirmaram que, em um mercado completo e perfeito, a política de dividendos não afetaria o valor da firma. Ao se relaxar esta precondição, de mercados completos e perfeitos, tem-se fatores relacionados à teoria de agência, tributação e informações assimétricas que parecem influenciar na decisão gerencial relativa à determinação da política de dividendos da empresa.

Os aspectos que determinam a política de proventos – dividendos e juros sobre o capital próprio – no Brasil são o tema desta pesquisa. Assim, pretende-se visualizar se as relações teóricas propostas em pesquisas anteriores são determinantes da política de proventos das empresas brasileiras. Além disso, o conhecimento de como se comportam os gestores e quais os aspectos que são valorizados por estes pode ser bastante importante para os investidores do mercado acionário, na medida em que este trabalho pode contribuir como um mecanismo adicional de antecipação do valor dos proventos que serão distribuídos.

A legislação brasileira apresenta uma inovação a partir de 1996. A distribuição de proventos aos acionistas, até então realizada através de dividendos, pôde passar a ser realizada também, se assim desejar a empresa, através do pagamento de juros sobre o capital próprio. O montante pago na forma de juros sobre o capital próprio pode ser imputado aos dividendos e ser pago, assim como este, em dinheiro. Desta maneira, a opção por pagar proventos aos acionistas através de Juros sobre Capital Próprio, Dividendo ou uma combinação dos dois depende basicamente da necessidade da companhia em aproveitar a dedutibilidade fiscal dos juros sobre o capital próprio. Por isso, nesta pesquisa trata-se indistintamente estas duas formas, estudando o total do pagamento de proventos em dinheiro.

Desde Lintner (1956), que encontrou uma forte relação entre dividendos e lucros, muitos outros estudos o sucederam na tentativa de explicar como são determinados os dividendos. Este autor afirma que as empresas seguem uma política de dividendos estável, aumentando os dividendos somente quando os incrementos dos lucros forem “permanentes”. DeAngelo e DeAngelo (1990) estudaram a relação entre prejuízos e dividendos, encontrando nos primeiros a condição que aumentaria a probabilidade de as empresas reduzirem o nível de pagamento de dividendos, evitando omiti-los, a fim de preservar a imagem da empresa. Haely e Papepu (1988) encontraram que as empresas que iniciaram pagamento de dividendos haviam aumentado consideravelmente seu lucro no passado e continuaram aumentado-o nos dois anos seguintes. De maneira resumida, os estudos enfocando a relação entre dividendos e lucros mostra que existe

entre eles uma relação positiva e consistente, conforme também encontram Benartzi, Michaely e Thaler (1997), Dyl e Weigand, DeAngelo et al. (1996), DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992).

O pagamento de dividendos, mesmo quando existe uma desvantagem fiscal em distribuir lucros, pode ser interpretado como um mecanismo de sinalização da situação financeira das empresas. Diversos modelos partiram do pressuposto de que as empresas ajustariam seus dividendos para sinalizar suas projeções futuras (Bhattacharya, 1979; Miller e Rock, 1985; John e Williams, 1985). À medida que a distribuição de dividendos é mais tributada que os ganhos de capital, temos uma sinalização mais eficaz, pois o fato de a empresa estar pagando dividendos em uma situação tributariamente desvantajosa sinalizaria uma confiança nas projeções futuras da empresa. Como contraponto, Amihud e Murgia (1997), em um estudo realizado no mercado alemão, onde não há desvantagem tributária em pagar dividendos, encontraram reações aos anúncios de pagamento de dividendos. Neste caso, concluíram então que a tributação não seria responsável por tornar os dividendos elementos informativos.

A tributação incidente sobre dividendos e ganhos de capitais também deve influenciar na determinação dos dividendos. O retorno sobre o investimento em uma empresa pode se dar através do pagamento de dividendos e aumento no valor das ações no mercado, sendo mais importante para o acionista a alternativa que lhe produza a melhor rentabilidade líquida após a tributação. Desta forma, a decisão do pagamento dos dividendos deve levar em consideração a forma que maximiza o retorno dos acionistas.

As oportunidades e as realizações de novos investimentos influenciam diretamente na necessidade de capital da empresa. Isto, espera-se, deve provocar uma maior retenção de recursos para o financiamento destes investimentos, com a conseqüente redução do valor dos dividendos a serem pagos.

Além disso, o risco financeiro da empresa poderia ser considerado na determinação dos dividendos, porque o pagamento destes estaria reduzindo as disponibilidades de recursos da empresa ou aumentando a necessidade de novos financiamentos, conseqüentemente, aumentando seu risco.

Os aspectos macroeconômicos influenciam os gestores e acionistas nas decisões financeiras de suas empresas, pois estes podem afetar a expectativa de lucros, de risco e de oportunidades de investimentos. Os níveis da inflação e da taxa de juros afetam diretamente o custo de captação via empréstimos, reduzindo a lucratividade da empresa. Dessa maneira, espera-se que as decisões da política de dividendos contemplem também estes fatores.

Em mercados emergentes, segundo Glen et al. (1995), há diferenças significativas no comportamento da política de dividendos em relação a mercados desenvolvidos. Nos países em desenvolvimento, a fração dos lucros distribuída como dividendos representa dois terços da encontrada nos países desenvolvidos e, sobretudo, as empresas não mantêm os mesmos níveis de estabilidade dos pagamentos apresentados nos mercados desenvolvidos.

Acredita-se que essa ausência de estabilidade da política de dividendos nos países em desenvolvimento seja causada, principalmente, pela grande oscilação, nestes países, nos fatores que são determinantes desta política. O Brasil é um ambiente bastante propício para esse teste porque apresenta, ao longo dos últimos anos, variações bastante grandes em todos os fatores que se espera serem determinantes da política de dividendos. Dessa maneira, pretende-se confirmar se estes fatores influenciam a determinação da política de dividendos e verificar sua importância relativa.

Esta pesquisa contribui e pretende avançar na literatura de política de distribuição de lucros à medida que analisa um grande conjunto das variáveis explicativas concomitantemente

relacionando-as aos proventos pagos em dinheiro. Dessa forma, é possível visualizar a influência de todos aspectos teóricos sobre os proventos em dinheiro ao mesmo tempo.

Este trabalho está organizado de forma que o item seguinte seja a metodologia empregada no estudo, o terceiro a descrição da amostra, o quarto os resultados e o último faz as considerações.

2. Metodologia

2.1. Variáveis Utilizadas

Para a aplicação do método estatístico deste estudo utiliza-se *proxies*ⁱ que representam os aspectos teóricos e que se espera tenham influência na determinação da política de distribuição dos proventos das empresas. Os aspectos teóricos estudados estão divididos em lucros/prejuízos, tributação, inflação, endividamento e oportunidades de investimento/crescimento (tabela 2).

A influência esperada dos lucros e prejuízos na determinação da política de distribuição dos proventos origina-se primordialmente no trabalho de Lintner (1956) e em trabalhos que o seguiram, tais como os de Fama e Babiak (1968), Glen et al. (1995), Charitou (1999), Costa (1990) entre outros trabalhos que encontraram uma relação positiva entre dividendos e lucros. DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1992) encontraram que prejuízos seriam uma condição necessária para reduções ou omissões no pagamento de dividendos. Desta forma, foi escolhida a *proxy* lucro/prejuízo líquido que se espera tenha uma relação positiva com os proventos pagos. Utilizou-se a variável *dummy* lucro ou prejuízo por ação, sendo 0 para lucro e 1 para prejuízo, pois além da relação esperada ser positiva para lucros e negativa para prejuízos, tem-se na legislação brasileira a obrigatoriedade de distribuição de no mínimo 50% do lucro líquido ajustado caso o estatuto social da empresa seja omissivo quanto a esta questão ou no mínimo 25% do lucro líquido ajustado quando assim o estatuto social o estiver estabelecido.

A política de proventos em mercados desenvolvidos tende a uma estabilidade como indicam Lintner (1956), Charitou (1999), Pruitt e Gitman (1991), entre outros. Todavia, em mercados emergentes, estudos anteriores indicam uma ausência de estabilidade como Adaoglu (2000) na Turquia, Glen et al. (1995) para diversos países em desenvolvimento e, no caso brasileiro, Costa (1990). Espera-se para este momento econômico, de 1994 a 2000, de maior estabilidade econômica no Brasil após a realização do plano de redução inflacionária uma conseqüente maior estabilidade na política de proventos da mesma forma que os trabalhos acima citados, a *proxy* indicativa da estabilidade seria o valor dos proventos pagos no ano anterior (PROVANT), que seria o valor de referência no pagamento de proventos para o ano presente.

A relação entre uma maior tributação sobre dividendos do que sobre ganhos de capital influencia na redução dos dividendos; o contrário também é verdadeiro, conforme resultados de Procianny e Snider (1994) e de Poli (1993). Além disso, a existência de outras alternativas para distribuição dos lucros também deve influenciar na Política de Proventos. Desta forma, utilizamos uma variável *dummy* (DIGC) para representar se a alíquota de IR sobre dividendos é maior ou menor que sobre ganho de capital (tabela 1).

Tabela 1: Alíquotas incidentes sobre dividendos e ganho de capital

Período	Dividendos	Ganhos de Capital
1994	15%	25%
1995	15%	10%
1996-2000	0%	10%

Tabela 2: Variáveis para Representação de Aspectos Teóricos

Aspectos Teóricos	Proxy	Representação	Relação Esperada
Política de Proventos	Proventos em dinheiro no ano	Métrica	Variável Dependente
Lucros/Prejuízos	Lucro/Prejuízo Líquido (LL)	Métrica	Positiva
	Lucro ou Prejuízo (DULL)	<i>Dummy</i>	Lucros - Positiva Prejuízos - Negativa
Estabilidade da Política de Proventos	Proventos em dinheiro Ano Anterior (PROVANT)	Métrica	Positiva
Tributação	Alíquota de IR sobre dividendos maior que sobre Ganhos de Capital (DIGC)	<i>Dummy</i>	Positiva
Inflação	IGPM (IGPM)	Métrica	Negativa
Endividamento	Dívidas / Patrimônio Líquido (DIPL)	Métrica	Negativa
Crescimento / Investimento	Valor de Mercado / Valor Patrim. da Ação (MKT)	Métrica	Negativa
Tamanho da Empresa	Receita Bruta (REBR)	Métrica	Positiva
Setor	Setor (SETOR)	<i>Dummy</i>	-

A Relação Esperada é a expectativa de resultados entre uma determinada variável independente e a variável dependente Proventos Pagos em Dinheiro no Ano.

A expectativa da utilização da inflação como determinante da política de dividendos origina-se basicamente da idéia de estabilidade da política de proventos. Como nos mercados desenvolvidos os dividendos são mais estáveis que em mercados em desenvolvimento, espera-se que os fatores macroeconômicos relacionem-se com a política de dividendos à medida que os indicadores que representem uma maior instabilidade econômica provoquem uma retração no pagamento de dividendos, tanto pelo aumento no custo de capital quanto pelo maior resguardo que se espera dos gestores adotarem na gestão da empresa e, conseqüentemente, na menor distribuição de dividendos. Dessa forma, utiliza-se o IGPM efetivo médio mensal para o ano de referência dos proventos pagos. Espera-se que exista uma relação negativa entre essa *proxy* e o pagamento de proventos em dinheiro.

A adoção de uma estrutura de capital mais alavancada faz com que as empresas estejam obrigadas a realizar pagamentos de juros e amortizações da dívida reduzindo os recursos disponíveis para o pagamento de proventos aos acionistas. Desta maneira, o endividamento substituiria o pagamento de dividendos como forma de reduzir o fluxo de caixa livre e forçar o gestor a ter um melhor desempenho. Assim, foi utilizada a *proxy* de Dívidas sobre Patrimônio Líquido (DIPL) como medida de endividamento, e se espera uma relação negativa com o pagamento de proventos em dinheiro.

As *proxies* indicadoras das oportunidades de crescimento e investimentos existentes na empresa devem ter uma relação negativa com a política de dividendos. Esta expectativa ocorre porque para novos investimentos e crescimento a empresa necessita de recursos; portanto, estes estariam concorrendo com o pagamento de proventos aos acionistas. Dessa forma, utilizou-se

índice de Valor de Mercado da Ação dividido pelo Valor Patrimonial (MKT) para indicar oportunidade de crescimento e investimento da empresa na visão do mercado.

A Receita Bruta (REBR) é utilizada como *proxy* de tamanho da empresa. Espera-se captar um possível efeito que o tamanho da empresa possa ter na determinação da política de proventos, empresas com maior faturamento tendem distribuir mais proventos aos seus acionistas.

O setor (SETOR) nem que a empresa está inserida também pode influenciar na decisão da política de proventos. Setores diferentes possuem diferentes necessidades de recursos e possuem distintas possibilidades de financiamento para seus novos investimentos e capital de giro. Assim, setores com maior necessidade de recursos, com novos investimentos e com ciclos de giro com sazonalidades, podem utilizar os lucros gerados para realizar o financiamento necessário. Isto poderá impactar na política de distribuição dos proventos aos acionistas.

2.2. Método de Estimação

O método de estimação utilizado nesta pesquisa é o de painel de dados, na qual observações *time-series* e *cross-section* são combinadas e estimadas, ou seja, uma série de observações *cross-section* são observadas ao longo do período de tempo da pesquisa.

A utilização de painel de dados possui algumas vantagens sobre análises convencionais de *cross-section* e *times-series* utilizadas separadamente. Segundo Greene (2000), a utilização de painel de dados torna possível aumentar o número de observações, diminuindo os graus de liberdade e reduzindo a multicolinearidade entre as variáveis explicativas e, desta forma, melhorando a eficiência do modelo econométrico.

Utilizando o método de painel de dados com efeitos fixos é assumido que a diferença entre as unidades pode ser capturada no termo constante, daí a denominação de efeitos fixos. No caso desta pesquisa os períodos fixos são os 7 anos estudados. É utilizado na pesquisa um painel não balanceado à medida que todas as empresas não possuem dados disponíveis para todos os anos. Foram mantidas as empresas que possuíam, no mínimo, dados para 3 anos.

2.3. Regressão Analisada

De acordo com o método, a utilização da Regressão de Dados em Painéis com Efeitos Fixos tem o objetivo de identificar as possíveis relações entre a variável dependente e as variáveis independentes e propiciar que se analisem tais relações. Foi utilizado como variável dependente o valor dos proventos em dinheiro no ano do balanço, e como variáveis independentes aquelas representativas de resultado (Lucro Líquido - LL, *Dummy* Lucro Líquido - DUMLL), estabilidade da política de proventos (proventos em dinheiro pagos no ano anterior - PROVANT), tributação (a *Dummy* alíquota do IR sobre dividendos maior que alíquota de IR sobre ganhos de capital - DIGC), inflação (IGPM), endividamento (dívidas sobre patrimônio líquido - DILL) e investimento/oportunidade de crescimento (Valor de Mercado sobre Valor Patrimonial - MKT). São utilizadas ainda, como variáveis de controle a Receita Bruta (REBR) e os setores econômicos (SETOR) das empresas estudadas. Em todas as regressões a matriz de covariância é corrigida para heterocedasticidade conforme White (1980).

A equação utilizada é a seguinte:

$$PROVANO = b_0LL + b_1DUMLL + b_2PROVANT + b_3MKT + b_4DIPL + b_5IGPM + b_6DIGC + b_7REBR + b_8SETOR + \varepsilon$$

3. Descrição da Amostra

O objeto de estudo desta pesquisa é composto por todas empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA. O período analisado compreende os balanços publicados nos dias 31 de dezembro de 1994 a 2000 e as empresas que apresentavam dados disponíveis no Banco de Dados Econômica.

O conjunto de dados disponíveis apresentava inicialmente 416 empresas com sete balanços anuais cada uma, totalizando 2.912 balanços. Desta amostra inicial foram excluídos 1.961 balanços que apresentavam variáveis necessárias à pesquisa com dados “não-disponíveis” e forma excluídas empresas que não apresentavam, pelo menos, 3 balanços no período estudado. Assim, a amostra final resultou em 951 balanços, de 196 companhias diferentes.

As 196 empresas que são estudadas estão inseridas em 27 setores industriais sendo que os mais representativos são: energia com 17 empresas, têxtil com 17 empresas, metalurgia com 16 empresas, petroquímica com 16 empresas, alimentos com 12 e siderurgia com 11 empresas.

Analisando a representatividade da amostra compra-se a quantidade de empresas pertencentes à carteira teórica do Índice Bovespa – IBOVESPA – que também estão presentes na amostra estudada. O IBOVESPA, em novembro de 2002, era composto por 55 ações pertencentes a 48 empresas distintas. Destas estão presentes na amostra estudada 38 empresas, o que representa 79,2% das empresas do IBOVESPA. Isto indica que a amostra é uma boa representação do mercado acionário brasileiro.

A média dos proventos pagos em relação ao lucro, denominado de índice *Payout*, para a amostra estudada é 61,5% no período, com uma mediana de 34,8%, enquanto que o valor de mercado sobre o valor patrimonial tem uma média de 82,1%. O lucro líquido médio das empresas da amostra é 190,8 milhões de reais. Todas estas médias possuem variâncias bastante elevadas.

Tabela 3: Correlações entre as variáveis estudadas

	DIPL	LL	MKT	DULL	PROVANT	IGPM	DIGC	REBR	SETOR
DIPL	1,000								
LL	(0,033)	1,000							
MKT	0,384**	0,088**	1,000						
DULL	(0,117)**	0,236**	0,092**	1,000					
PROVANT	(0,036)	0,623**	0,082**	0,146**	1,000				
IGPM	(0,059)	0,008	0,068*	0,169**	(0,052)	1,000			
DIGC	(0,050)	(0,034)	(0,091)**	0,032	(0,049)	(0,105)**	1,000		
REBR	0,001	0,706**	0,099**	0,116**	0,499**	(0,002)	(0,010)	1,000	
SETOR	0,041	0,078*	(0,100)**	(0,054)**	0,061	0,026	0,007	0,100**	1,00

Os sinais *, **, *** indicam a significância estatística a 10%, 5% e menor que 1%, respectivamente

4. Resultados e Análise

Antes de realizar a regressão foi feita uma análise da correlação com a finalidade de evitar multicolinearidade entre as variáveis independentes, pois a alta correlação entre elas torna a interpretação dos coeficientes mais difícil e confusa. De acordo com a tabela 3 não é encontrada uma alta correlação entre variáveis que motive a exclusão de uma destas variáveis. A mais alta correlação encontrada é de 0,623 entre o Lucro Líquido e os Proventos do Ano Anterior.

Os resultados da regressão analisada apresentam um coeficiente de determinação (R^2) igual a 74,8%. Isto significa que a variação das variáveis independentes consegue explicar esses percentuais na variação da variável dependente, Proventos Pagos em Dinheiro no ano do balanço.

Ao se analisar os betas padronizados da equação pode-se atribuir a importância de cada variável independente na explicação da variável dependente. Cabe ressaltar que as variáveis de maior poder explicativo são (beta entre parênteses): Lucro Líquido - LL (0,547) e Proventos Pagos no Ano Anterior - PROVANT (0,368). Essas variáveis são significantes a 1% e possuem uma relação positiva com a variável dependente, em acordo com o indicado na revisão teórica do tema.

Tabela 4: Regressão estimada por Painel de Dados
tomando todas as variáveis estudadas.

Lucro Líquido (LL)	0,547****
	(20,826)
Dummy Lucro Líquido (DUMLL)	0,003
	(0,187)
Proventos Ano Anterior (PROVANT)	0,368****
	(17,374)
Valor Mercado / Valor Patrim. (MKT)	0,029*
	(1,585)
Dívida Financeira / Patrim. Líq. (DIPL)	-0,019
	(-1,050)
IGPM (IGPM)	-0,038
	(2,250)***
Dummy Tributação IR (DIGC)	0,014
	(0,828)
Receita Bruta (REBR)	0,044**
	(1,875)
Setor (SETOR)	0,027*
	(1,601)
R^2	74,8%
F	310,018****

Os números na 1a. linha são os betas padronizadosⁱⁱ, na 2a. linha os números entre parênteses são os valores da estatística t e *, **, ***, **** indicam significância de 15%, 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Como é possível observar no resultado da regressão, aspectos relativos aos resultados das companhias têm uma importância bastante considerável na determinação dos seus proventos pagos em dinheiro. A variável utilizada para representar os resultados, Lucro Líquido, possui uma relação positiva com os proventos, ou seja, à medida que o resultado da empresa aumenta tem-se um aumento no pagamento de proventos.

A estabilidade da política de distribuição de lucros, representada pelos Proventos Pagos em Dinheiro no Ano Anterior, é, de acordo com esta pesquisa, a segunda variável com maior poder explicativo na determinação dos proventos pagos no ano. Este resultado, embora esperado, pode indicar uma maior preservação da estabilidade da política de distribuição de lucros nas empresas brasileiras como acontece nos Estados Unidos (Lintner, 1956; DeAngelo, DeAngelo e Skinner, 1992). Todavia, o resultado é contrário ao encontrado em outros mercados emergentes, onde foi constatado que os dividendos pagos no ano anterior não tinham muita influência nos dividendos do ano base, indicando uma instabilidade da política de dividendos (Glen et al., 1995; Adaoglu, 2000; Ramcharan, 2001).

Um aspecto bastante interessante de se observar é uma maior importância relativa do Lucro Líquido comparado ao Proventos Pagos no Ano Anterior. Esse resultado está de acordo com a legislação brasileira que estabelece um piso mínimo do lucro líquido para ser distribuído como dividendos aos acionistas.

A contribuição das demais variáveis para a explicação dos proventos pagos em dinheiro é bastante menos expressiva. Embora com um beta padronizado bastante inferior a Lucro Líquido e Proventos Pagos no Ano Anterior, algumas variáveis (IGPM e REBR) têm significância estatística na sua relação com a variável dependente.

O IGPM possui uma relação negativa com os Proventos Pagos em Dinheiro com significância a 5%. Desta forma espera-se que à medida que haja uma elevação no índice de inflação reduza-se os Proventos Pagos aos acionistas. Este resultado está de acordo com o esperado.

Quanto à influência das alíquotas de tributação de dividendos e de ganhos de capital na determinação dos proventos pagos em dinheiro é possível identificar que a variável *dummy* escolhida para a pesquisa não consegue expressar uma relação estatisticamente significativa com a variável dependente.

A dívida financeira sobre o patrimônio líquido é utilizada para que seja considerada a influência de problemas de endividamento na determinação da política de dividendos, uma vez que uma maior dívida faria com que não fosse necessário o pagamento de proventos para reduzir o volume de recursos à disposição dos gestores. A relação encontrada é negativa, estando de acordo com o que era esperado pela teoria, mas não se evidencia significância estatística para a variável.

Com referência a oportunidades de crescimento, medida pela variável Valor Patrimonial sobre o Valor de Mercado, encontrou-se uma relação, sem significância estatística, positiva com os proventos pagos em dinheiro. Esta apresenta um resultado diferente do esperado após a revisão da literatura.

Na tabela 5 são apresentados os resultados da regressão somente com as variáveis de maior poder explicativo. É possível observar que somente Lucro Líquido e Proventos Pagos em Dinheiro no Ano Anterior conseguem um coeficiente de determinação (R^2) muito próximo ao que se obtém com todas as variáveis.

Tabela 5: Regressão estimada por Painel de Dados tomando as variáveis com maior poder explicativo.

Lucro Líquido (LL)	0,576*** (27,403)
Proventos Ano Anterior (PROVANT)	0,377*** (17,955)
R ²	72,8%
F	1377,539***

Os números na 1a. linha são os betas padronizados, na 2a. linha os números entre parênteses são os valores da estatística t e **** indica significância de 1%.

4.1. Segmentação por Setor

A comparação entre os resultados obtidos para cada setor industrial especificamente visa expor as diferenças existentes entre as políticas de distribuição de proventos destes setores mais representativos na pesquisa. O objetivo desta análise é verificar para quais setores as variáveis independentes trabalhadas explicam melhor a determinação dos proventos em dinheiro e se existe uma homogeneidade no comportamento da amostra estudada como um todo.

É possível constatar que os setores de petroquímica e têxtil são os que apresentam R² mais próximo ao encontrado na amostra agrupada (tabela 6). Isto indica que nos demais setores estudados, as variáveis utilizadas não conseguem explicar os Proventos Pagos em Dinheiro do mesmo modo que acontece na amostra agrupada.

Tabela 6: Regressões Painel de Dados segmentado por Setor

	Alimentos	Energia	Metalurgia	Petroquímica	Siderurgia	Têxtil
LL	0,267** 0,034	0,557*** 0,000	0,320*** 0,009	0,419*** 0,000	1,018*** 0,000	0,417*** 0,000
DULL	0,285** 0,034	0,057 0,469	(0,125) 0,299	(0,007) 0,936	(0,401)*** 0,000	(0,096) 0,270
PROVANT	0,157 0,174	0,033 0,732	0,633*** 0,000	0,673*** 0,000	0,082 0,514	0,556*** 0,000
MKT	0,325** 0,018	(0,012) 0,900	(0,009) 0,930	(0,016) 0,805	(0,148) 0,105	0,364*** 0,008
DIPL	(0,065) 0,524	(0,029) 0,763	(0,015) 0,877	0,068 0,320	0,119 0,174	(0,357)*** 0,010
IGPM	(0,029) 0,800	(0,222)*** 0,002	0,102 0,236	(0,023) 0,716	0,099 0,269	0,064 0,284
DIGC	0,108 0,295	(0,008) 0,911	0,085 0,333	0,035 0,572	0,021 0,786	(0,085) 0,141
R ²	57,6	69,9	58,0	74,6	71,6	78,9
R ² Ajustado	49,6	66,6	52,6	71,8	67,1	76,5
F	7,306***	21,163***	10,694***	26,430***	16,060***	33,591***
N	51	81	70	80	59	80

Os números na 1a. linha são os betas padronizados, na 2a. linha os números entre parênteses são os valores da estatística t e **, *** indicam significância de 5% e 1%.

Observando esta segmentação fica evidente a existência de padrões diferentes de política de proventos entre os setores industriais mais representativos da amostra estudada. Isto significa que os gestores destes diferentes setores utilizam-se de princípios e informações diferentes para a escolha da parcela dos lucros a ser distribuído aos acionistas em dinheiro.

4.2. Segmentação por *Payout*

Separou-se nesta análise a amostra em cinco partes (quintis), com a mesma quantidade de ocorrências pelo índice *payout*. Estes quintis estão agrupados em faixas do índice para propiciar a observação de como as variáveis independentes relacionam-se com os proventos pagos em dinheiro.

É interessante observar que para as faixas mais extremas como o primeiro e o quinto quintil temos um poder de explicação menor que nos quintis centrais, que estão mais próximos da mediana do *payout* para a amostra total. Nesta análise se consegue observar a importância dos lucros na determinação dos proventos em dinheiro, que possui significância estatística em todas os quintis analisados.

Não está presente nesta análise a variável *Dummy* Lucro ou Prejuízo, porque a partir do segundo quintil ela deixa de variar tornando-se uma constante.

Tabela 7: Regressões Paineis de Dados segmentado por Quintis de *Payout*

	Quintil 1 < 24,5%	Quintil 2 Entre 24,6% e 30,5%	Quintil 3 Entre 30,6% e 41,3%	Quintil 4 Entre 41,4% e 69,0%	Quintil 5 > 69,1%
LL	0,525*** 0,000	0,994*** 0,000	0,975*** 0,000	1,129*** 0,000	0,845*** 0,000
PROVANT	0,449*** 0,000	0,020** 0,017	(0,035) 0,158	(0,065)** 0,015	(0,039) 0,392
MKT	0,016 0,638	0,005 0,152	0,012 0,152	(0,035)*** 0,001	(0,002) 0,936
DIPL	(0,014) 0,681	(0,002) 0,643	0,004 0,597	(0,001) 0,953	0,011 0,721
IGPM	(0,025) 0,468	(0,004) 0,310	0,001 0,854	(0,001) 0,934	0,003 0,918
DIGC	0,005 0,877	(0,001) 0,878	0,009 0,227	(0,001) 0,887	0,036 0,174
R ²	87,3	99,9	99,3	98,8	92,1
R ² Ajustado	86,4	99,9	99,3	98,8	91,7
F	105,315***	12848,93***	2488,54***	1508,73***	207,60***
N	190	190	190	190	191

Os números na 1a. linha são os betas padronizados, na 2a. linha os números entre parênteses são os valores da estatística t e **, *** indicam significância de 5% e 1%

5. Considerações Finais

Este estudo buscou testar a influência de aspectos teóricos que poderiam ser determinantes na formação do valor distribuído na política de proventos das empresas brasileiras negociadas na Bovespa durante os anos de 1994 a 2000. Para tal foi realizada uma análise de regressão com dados em painéis.

É possível afirmar que as variáveis explicativas estudadas – Lucro Líquido e Proventos Pagos no Ano Anterior – possuem um forte poder explicativo na política de provento das companhias estudadas com um R^2 em torno de 75% e significância estatística menor que 1%.

Na análise segmentada por setor é possível identificar que os setores industriais possuem característica diferentes também na determinação dos proventos em dinheiro a serem distribuídos aos acionista. Estas diferenças são esperadas porque a decisão da política de proventos não está isolada dos demais contextos que envolvem a empresa e, portanto, reflete as características, situação e estratégias financeiras da empresa.

Nesta pesquisa é possível notar que, embora algumas relações teóricas esperadas não tenham sido encontradas com significância estatística, a política de distribuição de proventos nas empresas de capital aberto apresenta consistência e uma boa estabilidade no que tange à constância e previsibilidade dos valores pagos aos acionistas. Assim, esta pesquisa consegue apresentar um padrão consistente de comportamento da política de distribuição de proventos em dinheiro das empresas brasileiras.

6. Bibliografia

ADAOGLU, Cahit. Instability in The Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange (ISE) Corporations: Evidence from an Emerging Market. First Revision, July 2000.

ALLEN, Franklin, MICHAELY, Roni. Dividend Policy. Handbooks in Operations Research and Management Science. 1995, Vol 9 – Finance, Chapter 25, North-Holland.

AMIHUD, Yakov, MURGIA, Maurizio. Dividend, Taxes, and Signaling: Evidence from Germany. Journal of Finance, Março 1997, 397-408.

BAKER, Kent, POWELL, Gary, How Corporate Managers View Dividend Policy. Quarterly Journal of Business and Economics, Spring 1999; Vol. 38, No. 2, 17-35.

BATTACHARYA, Sudipto. Imperfect Information Dividend Policy, and The Bird in Hand Fallacy, Bell Journal of Economics, 1979, Vol. 10, No.1, 259-270.

BERNARTZI, Shlomo, MICHAELY, Roni e THALER, Richard. “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?” Journal of Finance, July 1997, No. 3, 1007-1034.

COSTA, João Francisco Larguer. Considerações sobre a Política de Dividendos das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. Dissertação de Mestrado PPGA/UFRGS, 1990.

CHARITOU, Andreas. The Impact of Losses and Cash Flow on Dividends: Empirical Evidence for Japan. 1999, working paper SSRN.

DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda e SKINNER, Douglas J. “Dividends and Losses”, Journal of Finance, Dezembro 1992, Vol. 47, No. 5, 1837-1864.

DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda, SKINNER, Douglas, J. Reversal of Fortune: Dividend signaling and the disappearance of sustained earnings grow. Journal of Financial Economics, 1996, Vol. 40, 341-371.

DEANGELO, Harry, DEANGELO, Linda. Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms. Journal of Finance, 1990, Vol. 45, 1415-1431.

DYL, Edward A., WEIGAND, Robert A “The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence”, Journal of Financial Management, 1998, Vol. 27, No. 3, 27-35.

- FAMA, Eugene, BABIAK, Harvey. Dividend Policy: An empirical analysis. Journal of the American Statistical Association, 1968, Vol. 63, 1132-1161.
- GLEN, Jack D., KARMOKOLIAS, Yannis, MILLER, Robert R., SHAH, Sanjay, Dividend Policy and Behavior in emerging markets: To pay or not to pay, International Finance Corporation Discussion Paper No. 26, 1995.
- GREENE, William H. Econometric Analysis, 4th Ed, Prentice Hall, 2000.
- HEALEY, Paul M., PALEPU, Krishna G. Earnings information conveyed by dividend Initiations and omissions, Journal of Financial Economics, 1988, Vol. 21, 149-176.
- JOHN, Kose, WILLIAMS, Joseph. Dividends, dilution, and taxes: A signaling equilibrium, Journal of Finance, 1985, Vol. 40, 1053-1070.
- LINTNER, John. Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, American Economic Review, 1956, Vol. 46, 97-113.
- MILLER, Merton H., ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. Journal of Finance, 1985, Vol. 40, 1031-1052.
- MILLER, Merton H., MODIGLIANI, Franco. Dividend Policy, Growth, and valuation of shares. Journal of Business, 1961, Vol. 34. No. 4, 411-433.
- POLI, Beatriz. As respostas das empresas à modificação tributária de 1989: Dividendos x Ganhos de Capital. Dissertação de Mestrado PPGA/UFRGS, 1993.
- PROCIANOY, Jairo Laser, SNIDER, Helen K.. Tax Changes and Dividend Payouts: Is Shareholders' Wealth Maximized in Brazil? Working Paper, 1994.
- PRUITT, Stephen W., GITMAN, Lawrence J. The interactions between investment, Financing, and Dividend Decisions of Major U.S. Firms. The Financial Review, 1991, Vol. 26, 409-430.
- RAMCHARRAN, Harri. An Empirical Model of Dividend Policy in Emerging Equity Markets. Emerging Market Quarterly, Spring 2001.
- WHITE, Halbert. A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and direct test for heteroskedasticity. Econometrica, 1980, Vol. 48, 817-838.

ⁱ *Proxy*: representação de um aspecto teórico.

ⁱⁱ Beta Padronizado: coeficientes da regressão padronizados são transformados de sua unidade original associada à variável para um valor que facilite a comparação direta entre as variáveis.