

CUE363 - DIVIDENDOS E PAYOUT INCREMENTAL: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

Autoria

João Eduardo Oliveira Vieira
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (JOÃO PESSOA)

Raíssa Aglé Moura de Sousa
Centro Universitário de João Pessoa

Carla Janaina Ferreira Nobre
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA (JOÃO PESSOA)

Resumo

Este trabalho teve como objetivo investigar o pagamento de dividendos (payout) incrementais nas companhias de capital aberto listadas na B3 S/A. O payout incremental refere-se ao percentual de dividendos distribuídos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais das empresas. Para este trabalho, considerou-se ainda com o mínimo obrigatório, no caso de omissão do payout nos estatutos sociais, o percentual de 25%. No que tange aos procedimentos metodológicos, os dados necessários para o desenvolvimento desta pesquisa foram coletados da base de dados Com dinheiro e do estatuto social das companhias. A amostra foi composta por um montante de 4.372 observações entre o período de 2010 a 2016. Os resultados desta pesquisa evidenciam a presença de payout incremental em 1.493 observações e a ausência em 2.879 observações. As evidências indicam que as companhias do mercado acionário brasileiro, em sua maioria, no período abordado, optam pelo não pagamento excedente de dividendos. Logo, verifica-se a existência do pagamento além do payout mínimo determinado pelo estatuto social das empresas, payout incremental, entretanto, a tendência das empresas que compõe o mercado acionário brasileiro é distribuir dividendos abaixo ou igual ao percentual mínimo estabelecido nos estatutos sociais.

DIVIDENDOS E *PAYOUT* INCREMENTAL: EVIDÊNCIAS NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

RESUMO

Este trabalho teve como objetivo investigar o pagamento de dividendos (*payout*) incrementais nas companhias de capital aberto listadas na B3 S/A. O *payout* incremental refere-se ao percentual de dividendos distribuídos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais das empresas. Para este trabalho, considerou-se ainda com o mínimo obrigatório, no caso de omissão do *payout* nos estatutos sociais, o percentual de 25%. No que tange aos procedimentos metodológicos, os dados necessários para o desenvolvimento desta pesquisa foram coletados da base de dados Com dinheiro e do estatuto social das companhias. A amostra foi composta por um montante de 4.372 observações entre o período de 2010 a 2016. Os resultados desta pesquisa evidenciam a presença de *payout* incremental em 1.493 observações e a ausência em 2.879 observações. As evidências indicam que as companhias do mercado acionário brasileiro, em sua maioria, no período abordado, optam pelo não pagamento excedente de dividendos. Logo, verifica-se a existência do pagamento além do *payout* mínimo determinado pelo estatuto social das empresas, *payout* incremental, entretanto, a tendência das empresas que compõe o mercado acionário brasileiro é distribuir dividendos abaixo ou igual ao percentual mínimo estabelecido nos estatutos sociais.

Palavras-chave: *Payout* Incremental; Dividendos; Mercado Acionário Brasileiro.

1 INTRODUÇÃO

A literatura acadêmica de finanças vem usualmente abordando em suas evidências, que as decisões dos gestores são voltadas para a maximização da riqueza da empresa, bem como dos seus acionistas. Para o gestor financeiro, em particular, as decisões a serem tomadas se subdividem em duas categorias: decisões de investimento de financiamento (Baker, 2009). As decisões de investimento dizem respeito a destinação dos recursos financeiros para aplicação nos ativos circulante e não circulante e em quais projetos investir. Já as decisões de financiamento estão relacionadas a captação de recursos para investir nos ativos, seja com capital de terceiros ou com capital próprio capital dos sócios ou através de reinvestimento dos lucros obtidos.

Em relação ao sentido de reinvestimento de lucros obtidos encontra-se a política de dividendos, que refere-se a prática adotada pela empresa de como, quanto e quando distribuir os lucros aos acionistas. Historicamente as questões envolvidas pela política de dividendos relacionam-se a gestores desde o século XVI, desde então, práticas têm sido desdobradas de diversas formas, como distribuição de grandes remunerações ou até o total dos lucros (Frankfurter & Wood, 1997). Para Frankfurter e Wood (1997), essas práticas são impactadas por diversos fatores econômicos, como o risco do negócio, taxa do imposto de renda, o mercado de informações assimétricas, dentre outras.

Neste sentido, os fatores que influenciam na decisão de pagamento de dividendos, de acordo com a perspectiva entre a relação do pagamento e o valor da empresa, possuem três vertentes, a que:

- (i) o pagamento de dividendos é fator relevante na valorização da empresa – Teoria da Relevância dos Dividendos (Lintner, 1956; Gordon, 1963);
- (ii) a distribuição de dividendos não estaria relacionada a valoração da empresa junto ao mercado e sim aos seus investimentos praticados (Miller & Modigliani, 1961); e,
- (iii) considera o mercado imperfeito.

No que se concerne a relevância dos dividendos, o aumento dos mesmos possui relação direta com a valoração da empresa, sob o pressuposto de que um alto *payout* irá

ocasionar a redução do custo de capital de terceiros e conseqüentemente a maximização das ações, visto que os dividendos presentes configuram-se como ganhos certos e a valorização das ações podem ser incerta no futuro (Gordon, 1959). Ou seja, o ato de pagar dividendos é um fato que está relacionado em diminuir a incerteza, o que resulta em aumento do valor das ações (Gordon, 1959).

Entretanto, Miller e Modigliani (1961) afirmam que o valor da empresa não está relacionado a política de dividendos adotada, e sim as práticas de investimento, práticas estas que geram de fato valor para a empresa. Contrapondo o pressuposto do mercado perfeito de Miller e Modigliani (1961), Elton e Gruber (1970) argumentam sobre as imperfeições do mercado, levando em consideração os custos de transação diferenciados entre dividendos e ganhos de capital e os tributos.

Tratando-se de fatores que influenciam na decisão de pagamento de dividendos, no Brasil, os fatores como caixa, legislação, oportunidade de outros investimentos, estatuto social, planejamento orçamentário da empresa visando o exercício social posterior e os possíveis lucros futuros, são levados em consideração pelos gestores para efetuar o pagamento de dividendos, segundo Ambrozini (2011).

Ainda no cenário brasileiro, os pagamentos de dividendos são regulamentados pela Lei 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações. A referida lei especifica um percentual mínimo obrigatório para distribuição de dividendos e, em paralelo, a Lei nº 9.249/95, trata de outra forma que as empresas possuem para remunerarem os seus acionistas, que é através do pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP).

De acordo com a Lei 6.404/76, art. 201 a 205, deve constar no estatuto social da empresa um percentual mínimo de 25% do lucro ajustado para pagamento de dividendos, podendo-se entender como um *payout* mínimo. Entretanto, quando não há a informação no estatuto social da empresa, a mesma terá que distribuir 50% do lucro líquido ajustado (Lei n. 6.404, 1976).

Dentro desse cenário, considerando-se que os dividendos são relevantes para os acionistas e que os mesmos preferem receber dividendos no período corrente, ao invés de esperar a valorização das ações, por meio dos ganhos capital, conforme prevê a Teoria do Pássaro na Mão (Gordon, 1959), as empresas no mercado acionário brasileiro podem ser motivadas a remunerar os seus acionistas com valores além dos previstos como mínimo obrigatório.

Considerando a peculiaridade na legislação brasileira em relação a Lei 6.404/76, que determina a distribuição mínima obrigatória do seu Lucro Líquido Ajustado, entende-se que o percentual pago acima do determinado pelo estatuto social das organizações e estabelecido em lei é considerado um *payout* incremental.

Diante do exposto, busca-se um entendimento para o seguinte questionamento: **qual é a magnitude das companhias listadas na B3 S. A. que pagam *payout* incremental?**

A fim de responder o questionamento desta pesquisa este trabalho tem o objetivo de investigar a magnitude de companhias brasileiras de capital aberto que pagam dividendos incrementais aos acionistas.

Considerando-se que os estudos voltados à política e prática de pagamento de dividendos, em particular, nas empresas brasileiras, deve considerar o contexto das prescrições legais que estabelecem a obrigatoriedade mínima de distribuição de lucro líquido ajustado, este trabalho pode ser contributivo no tocante a identificação da magnitude com a qual as companhias vêm excedendo os seus *payouts* mínimos obrigatórios.

Uma vez que os dividendos podem impactar diretamente na liquidez das empresas essa pesquisa pode ser de relevância também para os investidores identificarem como essas práticas vêm sendo adotadas no Brasil e quais são os fatores que impulsionam as empresas a pagarem dividendos além dos previstos nos estatutos sociais e na Lei 6.404/76.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Os dividendos representam uma parcela do lucro arrecadado durante o exercício financeiro, distribuído aos investidores como forma de pagamento ao capital empregado e corresponde a principal forma monetária que as empresas possuem para compensar seus acionistas, segundo Brealey, Myers e Allen (2008).

As argumentações acerca da relevância da política de dividendos em relação a valorização da empresa foi desenvolvida por Lintner (1956) e, posteriormente, por Gordon (1959). As discussões sobre a relevância dos dividendos giram em torno de um mercado incerto e com informações assimétricas, sendo argumentado que o investidor possui preferência por recebimento em forma de dividendos às incertezas de retornos por ganho de capital. Desta forma, o maior volume de pagamento de dividendos poderia estar relacionado a valorização da empresa, visto que diminuía-se as incertezas sobre um futuro fluxo de caixa.

Gordon (1959) realizou estudos com ênfase no investidor usando amostras de quatro segmentos diferentes de indústrias durante os anos de 1951 e 1954, observando se a preferência dos investidores estava voltada para o recebimento dos seus ganhos em forma de dividendos ou se estava voltada para a empresa ter os ganhos reinvestidos, em que estes poderiam incorrer em insucesso no novo investimento realizado.

A preferência dos investidores por recebimento dos dividendos no período corrente foi evidenciada pela Teoria “*Bird in the hand*” ou, Teoria do Pássaro na Mão. Essa teoria pressupõe que os investidores preferem receber dividendos no período corrente, do que esperar pela valorização do preço das ações, no longo prazo. Do contrário a essa teoria, surgiu a corrente da Irrelevância dos Dividendos.

2.2 TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos, desenvolvida por Miller e Modigliani (1961), possui o argumento de que o valor da empresa não estaria relacionado a política de dividendos adotada pela organização e sim as suas práticas de investimentos, em que estas, de fato é que estariam relacionadas a valorização das empresas. Os autores argumentam ainda que tanto para os acionistas quanto para os investidores seria irrelevante o recebimento de dividendos ou o reinvestimento dos seus lucros, visto que os seus ganhos futuros seriam semelhantes aos dividendos recebidos no período corrente, uma vez que a valorização das ações faria essa compensação pela espera do recebimento dos dividendos.

Baseados em um mercado perfeito, Miller e Modigliani (1961), argumentam que a política de dividendos adotada pelas organizações não surtiriam efeito de valorização de suas ações, tampouco de custo de capital próprio. Baseados nesse mercado e para confirmar seus pagamentos em relação a política de dividendos, os autores aprearam algumas hipóteses:

- a) Não havia taxa ou custos de transação;
- b) Investidores são racionais, com objetivo específico de maximização da sua riqueza, sejam pela forma de recebimento de dividendos ou por ganhos de capital;
- c) A política de dividendos adotada pela organização não influenciaria as decisões de investimento e financiamento;
- d) Não haviam informações assimétricas, visto que as informações se encontravam gratuitamente disponíveis aos agentes;
- e) A tributação dos ganhos de capitais e dividendos era semelhante.

Todavia, os argumentos de mercado perfeito apresentados Miller e Modigliani (1961), possuem divergência de características com o mundo real, divergências estas como: custos de

transação, tributação sobre os rendimentos, um mercado de informações assimétricas mediante aos conflitos de interesses, entre outras.

2.3 DIVIDENDOS E JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO NO BRASIL

A política de dividendos de uma organização está relacionada a prática adotada pela mesma sobre como, quando e como distribuir aos sócios os seus lucros auferidos com o decorrer do tempo. Lease, John, Kalay, Loewenstein e Sarig (2000) afirmam que são as decisões adotadas pelos gestores sobre o pagamento ou não de dividendos, seu volume e padrão para distribuição aos acionistas.

O pagamento de dividendos no Brasil é regulado pela Lei 6.404/76, a qual aponta as obrigatoriedades em relação as empresas de capital aberto. Acerca do tratamento de dividendos, nos artigos de 201 a 205 encontram-se dados de origem, dividendos intermediários, dividendos obrigatórios e os pagamento de dividendos de ações preferenciais.

De acordo com o artigo 201 da Lei 6.404/76, a origem dos dividendos pode ocorrer mediante o lucro líquido do exercício, das contas de reservas de lucro e da conta de reserva de capital, quando é tratado de ações preferenciais e dos lucros acumulados. Já o artigo 202 da referida Lei 6.404/76 aborda o dividendo mínimo obrigatório, em que este percentual do lucro que será distribuído deverá constar no estatuto social da organização.

Caso o estatuto social das empresas seja omissivo, as mesmas devem distribuir obrigatoriamente 50% do seu lucro líquido ajustado em forma de dividendos mínimos obrigatórios. Vale salientar que a empresa que omitir o percentual mínimo obrigatório de distribuição no seu estatuto social e que queira se adequar a exigência estabelecida pela Lei 6.404/76, deverá distribuir obrigatoriamente 25% do seu lucro líquido ajustado do exercício.

Além da remuneração em forma de dividendos os acionistas podem auferir seus ganhos em forma de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Colombo (2011) afirma ser exclusividade brasileira o mecanismo sobre os Juros Sobre Capital Próprio. Regido pela Lei nº 9.249/95, os JSCP podem ser entendidos como uma maneira de remuneração dedutível do Imposto de Renda (IR) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) para as empresas pagadoras.

2.4 PAYOUT INCREMENTAL

Levando em consideração as peculiaridades da legislação brasileira diante ao mercado acionário, é primordial observar a política de distribuição adotada pelas empresas. Em relação a variação do *payout*, deve-se considerar o mínimo obrigatório determinado nos estatutos sociais de cada companhia. Galvão (2015) qualifica o pagamento de dividendos acima do mínimo estabelecido nos estatutos sociais como *payout* incremental.

Acerca dos estudos que tiveram por objetivo investigar o pagamento de *payout* incremental, Galvão (2015) investigou três vertentes de pagamentos, classificadas como: *payout* mínimo ao estabelecido no estatuto social, *payout* reduzido, quando os dividendos distribuídos estiverem abaixo do estabelecido no estatuto social, e *payout* incremental, percentual pago acima do estabelecido no estatuto social. Entretanto, Vancin e Procianny (2016) afirmam que seria necessário levar em consideração as peculiaridades na legislação brasileira a fim de investigar quais são os fatores que estariam relacionados ao pagamento de um *payout* incremental.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa bibliográfica, documental e descritiva. Adequa-se como bibliográfica e documental, pois, segundo Gil (2008), a pesquisa documental muito se assemelha a bibliográfica em que a única diferença são as fontes para a coleta dos dados. A pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de materiais já elaborados,

constituído principalmente de livros e artigos científicos. Já a pesquisa documental, é desenvolvida a partir de fontes documentais, classificadas como: de primeira mão, que não receberam nenhum tipo de análise, e de segunda mão, aquelas que de alguma maneira já foram analisadas (Gil, 2008).

Quanto aos objetivos, a pesquisa considera-se descritiva, acerca que o trabalho tem como objetivo descrever as características das empresas listadas na B3 S. A. no que tange ao *payout* incremental. Segundo Gil (2008) as pesquisas descritivas têm objetivo principal descrever as características de determinada população e também são consideradas pesquisas descritivas aquelas que visam descobrir a existência de associações entre variáveis.

No tocante a amostra deste estudo, é composta por 4.372 observações de empresas brasileiras listadas na B3 S.A., conforme apresentado no Quadro 1, em que os dados financeiros coletados para o desenvolvimento desta pesquisa foram extraídos da base de dados Comdinheiro.

Quadro 1 – Quantidade de empresas e observações por ano

Ano	Total Geral
2010	643
2011	637
2012	640
2013	627
2014	617
2015	614
2016	594
Total Geral	4.372

Fonte: Dados da Pesquisa.

O período abordado compreende aos anos de 2010 a 2016, período em que as Normas Internacionais de Contabilidade – *Internacional Financial Reporting Standards* (IFRS) – passaram a ser obrigatórias no Brasil.

Para verificar a presença ou ausência de *payout* incremental nas empresas, inicialmente coletou-se o montante de Dividendos e o montante de Juros Sobre o Capital Próprio pagos pelas empresas aos acionistas, em cada período, conforme verifica-se na Equação 1.

$$PPA = \text{Dividendos} + \text{Juros Sobre o Capital Próprio} \quad (1)$$

Em que,

PPA = Proventos Pagos aos Acionistas;

Dividendos = Montante de Dividendos Pagos;

JSCP = Montante de Juros Sobre o Capital Próprio Pagos.

Em um segundo momento, coletou-se também o Resultado Líquido do período das companhias, seja ele Lucro Líquido ou Prejuízo, com a finalidade de obter o *payout*, isto é, o percentual de proventos (Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio) distribuídos aos acionistas sobre o Resultado Líquido do período, conforme descrito na Equação 2.

$$\text{Payout} = \frac{PPA}{RLE} \quad (2)$$

Em que,

PPA = Proventos Pagos aos Acionistas;

RLE = Resultado Líquido do Exercício, que compreende ao Lucro Líquido, caso positivo, e ao Prejuízo, caso negativo.

Num terceiro momento, foi calculado o *payout* incremental das companhias, que corresponde a diferença entre o *payout* mínimo das companhias e o *payout* calculado de acordo com a Equação 2. Na Equação 3, considerou-se como *Payout Mínimo* o percentual de distribuição previsto no estatuto social das companhias e no caso de omissão, considerou-se o percentual de 25%. Contudo, todas as empresas computadas na base de dados da Comdinheiro apresentaram um *payout* mínimo previsto em seus estatutos sociais, conforme atesta-se nos resultados. Assim, a métrica do *payout* incremental é descrita na Equação 3.

$$\text{Payout Incremental} = \text{Payout} - \text{Payout Mínimo} \quad (3)$$

4 ANÁLISE DOS DADOS

Nesta seção serão abordadas as evidências atestadas no mercado de capitais brasileiro no que tange a presença de *payout* incremental. De acordo com os resultados desta pesquisa, a Tabela 1 representa as empresas que obtiveram *payout* positivo e negativo, isto é, positivo quando a empresa obteve lucro e distribuiu dividendos e negativo quando a empresa obteve prejuízo e ainda distribuiu dividendos.

Observa-se também que em 2010, de 643 empresas totais, 636 obtiveram um *payout* positivo e 7 apresentaram um *payout* negativo. Nesse período, de 2010, verifica-se o maior índice de *payout* positivo dos 7 anos investigados, bem como o menor índice entre os *payouts* negativos.

Por outro lado, em 2016, apesar da redução de 49 empresas em relação ao ano de 2010 citado anteriormente, houve o menor índice de *payout* positivo, com 574 empresas e o maior entre os negativos, com 20 empresas.

Tabela 1 – Empresas com *Payout* positivo e negativo.

Ano	<i>Payout</i> Positivo	<i>Payout</i> Negativo	Total Geral
2010	636	7	643
2011	623	14	637
2012	628	12	640
2013	615	12	627
2014	605	12	617
2015	604	10	614
2016	574	20	594
Total Geral	4285	87	4372

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Tabela 2 apresenta os percentuais mínimos previsto nos estatutos sociais das empresas para distribuição dos dividendos, em que de acordo com a Lei 6.404/76, as empresas terão obrigatoriamente que distribuir 25% do seu Lucro Líquido. Em 2010, de 643 empresas totais, 634 previam como dividendo mínimo o percentual previsto na legislação de 25% e 9 previam no estatuto social dividendos mínimos acima do estabelecido por lei e nenhuma empresa previa distribuição mínima abaixo dos 25%.

Já em 2016, de 594 totais, 585 previam dividendos mínimos de 25% no seu estatuto e 9 previam dividendos acima do mínimo estabelecido por lei.

Tabela 2 – Empresas com previsão de dividendos mínimos no Estatuto Social

Ano	Dividendo Mínimo = 25%	Dividendo Mínimo > 25%	Dividendo Mínimo < 25%	Total Geral
2010	634	9	0	643
2011	628	9	0	637
2012	631	9	0	640
2013	618	9	0	627
2014	608	9	0	617
2015	605	9	0	614
2016	585	9	0	594
Total Geral	4309	63	0	4372

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Tabela 3 é apresentada com o propósito de identificar a quantidade de empresas que distribuíram dividendos acima do previsto nos estatutos, caracterizado por Galvão (2015) como *payout* incremental, em que são computadas as empresas com *payout* incremental positivo e negativo. Em 2010, de 643 empresas totais, 253 apresentaram a presença de *payout* incremental e 390 não distribuíram lucros acima do previsto nos estatutos sociais.

Já no ano de 2016 de 594 empresas listadas, 165 apresentaram uma distribuição acima do previsto nos estatutos e 429 apresentaram ausência de *payout* incremental. Vale ressaltar a ausência de *payout* incremental no ano de 2015, em que 434 empresas listadas não pagaram dividendos acima do previsto nos estatutos sociais.

Tabela 3 – Quantidade de empresas com a presença ou a ausência de *payout* incremental por ano

Ano	Presença de <i>payout</i> incremental	Ausência de <i>payout</i> incremental	Total Geral
2010	253	390	643
2011	246	391	637
2012	216	424	640
2013	222	405	627
2014	211	406	617
2015	180	434	614
2016	165	429	594
Total Geral	1493	2879	4372

Fonte: Dados da Pesquisa.

A Tabela 4 representa a média, mínimo e máximo de *payout* incremental distribuído por ano, em percentual. Em 2010, em média, as empresas pagaram mais dividendos acima do mínimo previsto no estatuto social (1.941,49%). Verifica-se também que houve um *payout* mínimo de 1,10%, ou seja, a empresa que obteve o menor *payout* incremental, pagou 1,10% acima do mínimo previsto no estatuto social. Já o maior *payout* incremental ocorreu no mesmo ano (2010), no percentual de 397.075,00%. Entende-se que a empresa que obteve o maior *payout* incremental, pagou 397.075,00% de dividendos, em relação ao seu resultado auferido, acima do estabelecido no estatuto social, o que pode ter sido causado por empresas cujo seu lucro aproximou-se da obtenção de prejuízo.

Já em 2014, o menor percentual em termos de dividendos adicionais, em média, entre os 6 anos, foi de 206,34%. No tocante ao mínimo de *payout* incremental pago por uma empresa em percentual foi de 0,61% e o máximo de *payout* incremental correspondeu a um percentual de 6.467,32%. Ainda na Tabela 4, observa-se também que no período de 2011, foi evidenciado um *payout* mínimo de 0,16%, isto é, das empresas que apresentaram presença de *payout* incremental, pagaram apenas 0,16% de incremento de dividendos.

Tabela 4 – Média, Mínimo e Máximo dos *payout*'s incrementais, em percentuais, por ano

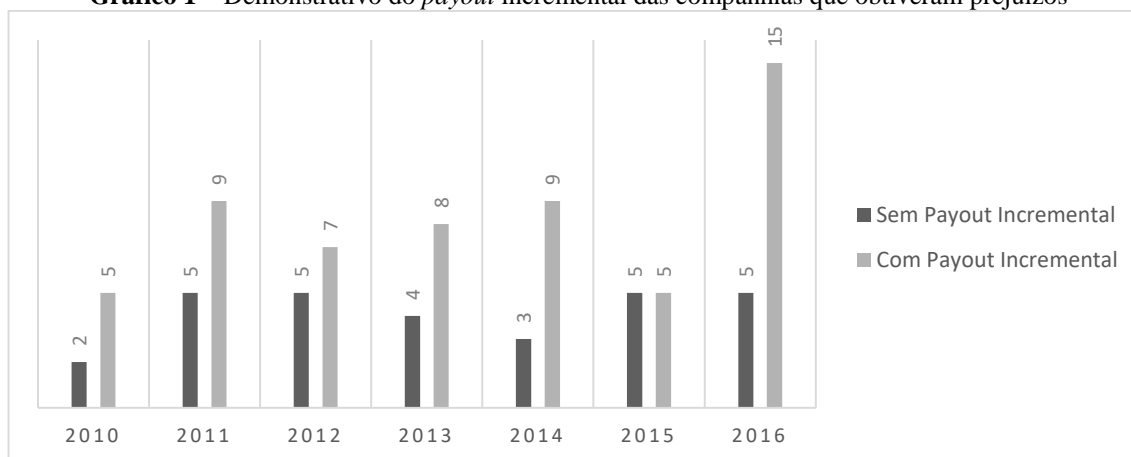
Ano	Média	Mínimo	Máximo
2010	1.941,49%	1,10%	397.075,00%
2011	1.461,63%	0,16%	194.615,00%
2012	230,71%	1,63%	9.088,56%
2013	916,78%	0,93%	69.948,31%
2014	206,34%	0,61%	6.467,32%
2015	287,36%	2,27%	20.226,30%
2016	309,01%	1,01%	15.283,82%

Fonte: Dados da Pesquisa.

O Gráfico 1 apresenta as empresas que mesmo obtendo prejuízo em seus exercícios sociais evidenciaram a distribuição de *payout* incremental, isto é, mesmo tendo obtido prejuízo pagaram dividendos em proporção superior ao mínimo previsto nos estatutos sociais. Observa-se que em 2010, 7 empresas obtiveram prejuízo. Destas 7 companhias, 5 evidenciaram a presença de *payout* incremental em sua distribuição. Em 2016, 20 empresas obtiveram prejuízos e destas 20, 15 apresentaram distribuição acima do previsto no seu estatuto social.

Ainda no Gráfico 1 é possível verificar que em todos os anos as empresas que apuraram prejuízos pagaram dividendos acima dos seus prejuízos apurados, com exceção do ano de 2015. Observa-se que no referido ano (2015), o número de empresas que pagaram dividendos de forma igual ou inferior ao seu resultado apurado (nesse caso, o prejuízo) e o número de empresas que pagaram dividendos acima do seu resultado negativo apurado, foi igual a 5 empresas, implicando dizer que de 10 empresas que tiveram prejuízos e pagaram dividendos, 5 tiveram *payout* incremental e as outras 5 empresas não tiveram.

Gráfico 1 – Demonstrativo do *payout* incremental das companhias que obtiveram prejuízos



Fonte: Dados da Pesquisa.

É possível observar também no Gráfico 1, que as empresas, em sua maioria apresentam pagamento de dividendos excedentes, isto é, *payout* incremental, uma vez que em cada período evidenciado, a maioria das empresas mesmo obtendo prejuízo, pagam dividendos e ainda pagam dividendos de forma excedente ao mínimo do resultado líquido reportado pelas mesmas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Baseando-se na política de dividendos adotada pelas organizações, de como, quando e quanto distribuir dividendos, levando em consideração a peculiaridade do mercado acionário brasileiro acerca da legislação, a Lei 6.404/76, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, determina um percentual mínimo obrigatório para distribuição de dividendos de 25% do lucro líquido do exercício. Neste sentido, este trabalho teve como objetivo investigar o pagamento do *payout* incremental das companhias de capital aberto listadas na B3 S. A.

Para identificar os dividendos mínimos obrigatórios adotados pelas empresas, foram analisados os seus estatutos sociais. Foi evidenciado na amostra abrangida pela pesquisa, que do total de 4.372 observações, 4.309 referem-se as empresas que adotam como mínimo obrigatório para distribuição um percentual de 25% do resultado líquido, enquanto 63 observações, dizem respeito a empresas que optam por um percentual mínimo de distribuição acima de 25%. Uma justificativa a prática de distribuir 25% do resultado líquido como *payout* mínimo pode encontrar-se na Lei 6.404/76, no § 1º do art. 152, que determina que os administradores só podem ter participação nos lucros quando os dividendos mínimos obrigatórios forem 25% ou acima deste percentual.

Em relação ao pagamento de *payout* pelas empresas que distribuíram dividendos abaixo ou igual ao mínimo obrigatório estabelecido no estatuto social, os resultados sugerem que nas 2.879 observações, isto é, empresas/ano, para o período de 2010 a 2016, houve ausência de *payout* incremental, variando a quantidade de empresas por ano.

Desta forma, conclui-se que as empresas que compõe o mercado acionário brasileiro em média possuem a prática de distribuir dividendos acima do mínimo obrigatório, ou seja, possuem *payout* incremental. Entretanto, evidencia-se que essas companhias são mais tendenciosas a distribuírem o *payout* mínimo determinado pela Lei 6.404,76, que determina que as empresas obrigatoriamente devem distribuir 25% do seu lucro líquido ajustado.

Neste sentido, é possível que haja relação da distribuição acima do mínimo obrigatório previsto nos estatutos sociais com a Teoria do Pássaro na Mão, uma vez que distribuir dividendos acima do previsto no estatuto social pode sinalizar para o mercado a presença de fluxo de caixa e de que a empresa é uma boa escolha para investir. Contudo, como os resultados apontam, nem sempre esse efeito é verídico, visto que existem empresas que apuram resultado negativo, isto é, prejuízos, pagam dividendos e, ainda, em quantidade superior ao prejuízo apurado, podendo comprometer o fluxo de caixa das companhias.

Para futuras pesquisas, sugere-se investigar o efeito do pagamento de dividendos no preço das ações das companhias que obtém prejuízos e ainda assim distribuem dividendos incrementais, uma vez que este fator não foi objeto de estudo desta pesquisa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Ambrozini, M. A. (2011). *Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Baker, H. K. (2009). *Dividends and Dividend Policy*. Hoboken: John Wiley & Sons.

Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Corporativas* (8a ed.). São Paulo: McGraw-Hill.

Colombo, J. (2011). *Juros sobre capital próprio, estrutura de propriedade e destruição do valor*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, Brasil.

Elton, E., & Gruber, M. (1970). Marginal stockholders tax rates and the clientele effect. *Review of Economics and Statistics*, 52(1), 68-74.

Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. Jr. (1997). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23, 16-33.

Galvão, K. S. (2015). *Política de Distribuição de Dividendos: Porque as Empresas Brasileiras pagam Payout Incremental?* Tese de doutorado, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE, Brasil.

Gordon, M.J. (1959). Dividends, earnings and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2), 99-105.

Gil, A. C. (2008). *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social* (6a ed.). São Paulo: Atlas.

Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995 (1995). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF.

Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF.

Lease, R. C., John, K., Kalay, A., Loewenstein, U., & Sarig, O. H. (2000). *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*, Boston: Harvard Business School Press.

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.

Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34(4), 411-433.

Vanci, D. F., & Procianny, J. L. (2016). Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 89-123.