

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO DE ORGANIZAÇÕES

POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM MODELO DE APOIO À DECISÃO

Marcelo Augusto Ambrozini

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

RIBEIRÃO PRETO

2011

Prof. Dr. João Grandino Rodas
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Sigismundo Bialoskorski Neto
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof. Dr. Marcos Fava Neves
Chefe do Departamento de Administração

MARCELO AUGUSTO AMBROZINI

POLÍTICAS DE DIVIDENDOS NO BRASIL: UM MODELO DE APOIO À DECISÃO

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Versão Corrigida. A original encontra-se disponível no Serviço de Pós-Graduação da FEA-RP/USP.

Orientador: Prof. Dr. Tabajara Pimenta Júnior

RIBEIRÃO PRETO

2011

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Ambrozini, Marcelo Augusto

Políticas de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão.
Ribeirão Preto, 2011.

236 p. : il. ; 30 cm

Tese de Doutorado, apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de
São Paulo (FEA-RP/USP). Área de concentração: Finanças.

Orientador: Pimenta Júnior, Tabajara.

1. Administração financeira 2. Dividendos. 3. Modelo de decisão.

**À minha mãe, por ter dedicado toda
sua vida à prática da forma mais
sublime do amor: a doação
Te amo mãe!**

Agradeço primeiramente a Deus, a Jesus, à Maria e ao meu Anjo da Guarda, por terem me dado saúde, energia, inspiração e persistência para concluir mais esse projeto acadêmico.

À minha família: meu pai, minha mãe, minha irmã, meu cunhado Gilberto, minhas tão queridas sobrinhas Olívia e Victória e minha Tia Cida. Agradeço por serem pessoas tão maravilhosas e por sempre estarem presentes na minha vida, me apoiando em todas as minhas decisões.

Ao grande mestre Tabajara, exemplo de bom senso e sapiência, a quem eu carregarei uma dívida de gratidão pelo resto da minha vida. Obrigado Taba pelo apoio incondicional em todas as fases do meu doutorado!

A todos os amigos que eu fiz na FEA-RP ao longo desses anos. Não quero aqui citar nomes para não cometer a injustiça de me esquecer de alguém.

A todos os coordenadores de cursos que me deram oportunidades ao longo da minha carreira docente, em especial ao Eduardo Cicconi por ter sido o primeiro a confiar no meu trabalho.

A todos os professores da FEA-RP, sem exceção, que fizeram com que eu me apaixonasse por esta instituição desde o primeiro dia em que eu aqui estive. Em especial à profa. Adriana Procópio, ao prof. Alexandre Assaf Neto, ao prof. Fabiano Guasti Lima e ao prof. Marcelo Nagano (hoje na EESC-USP). Seria impossível expressar em poucas palavras o respeito e a admiração que eu tenho por vocês.

Ao professor Sílvio Nakao e à profa. Adriana Procópio pelas valiosíssimas contribuições ao meu trabalho e pelos sábios conselhos dados no exame de qualificação.

Aos muitos funcionários da FEA-RP com que eu tenho convivido ao longo desses anos: Ângela, Cristina, Denise, Dona Cidinha, Eduardo Castaldelli, João, Sandra, Sérgio, Seu Neves e Toninho. Em especial, gostaria de manifestar minha enorme gratidão à Érika e à Vânia, que sempre me ajudaram com a maior boa vontade do mundo.

A todos os cidadãos contribuintes fiscais do estado de São Paulo, que financiaram meus estudos desde a primeira série do primeiro grau até o término do meu doutorado.

**“Entrega o teu caminho ao SENHOR,
confia nele, e o mais ele fará.”**

Salmos 37:5

RESUMO

Do ponto de vista financeiro, o objetivo de uma empresa é promover a maximização da riqueza econômica dos seus acionistas. Por essa lógica, uma decisão de investimento só deve ser aceita se o retorno oferecido pelo projeto superar o custo do capital nele empregado. Nas decisões de financiamento, busca-se atingir a estrutura ótima de capital da empresa, que leve a minimização da média ponderada dos custos de capital da companhia e, conseqüentemente, à maximização da riqueza do acionista. Mas, ao contrário das decisões de investimento e de financiamento, as decisões de dividendos não possuem como princípio norteador um único parâmetro a ser seguido, já que diversos fatores financeiros, legais, fiscais e até mesmo comportamentais afetam essa decisão. A literatura de finanças apresenta um modelo para a decisão de dividendos chamado de Modelo de Dividendos Residuais (MDR). Nele, o percentual de dividendos a ser distribuído é determinado com base no lucro líquido contábil, no índice alvo de capital próprio da empresa e no orçamento de capital. No entanto, além de não priorizar a maximização da riqueza do acionista, entende-se que o MDR deixa de contemplar algumas importantes variáveis que deveriam ser levadas em consideração no momento da definição *payout* de dividendos, conforme preconizado pela literatura de finanças. Neste trabalho, foi realizada uma pesquisa empírica que verificou se, na prática, os gestores das companhias brasileiras de capital aberto levam em consideração os diversos fatores apresentados pelos estudos acadêmicos como sendo fundamentais para as decisões de dividendos. Em seguida, foi proposto um modelo conceitual de apoio ao processo de tomada de decisão de destinação dos lucros que leva em consideração fatores como a geração de valor econômico ao acionista, as particularidades legais e tributárias brasileiras, o poder de distorção da inflação na formação do lucro contábil, a estrutura ótima de capital da empresa, a existência de projetos futuros com valor presente líquido positivo, o fluxo de caixa livre para o acionista, entre outros. Esse modelo tem como objetivo oferecer um mapa decisório conceitual mais abrangente do que o MDR e espera-se que forneça um parâmetro mais adequado para as decisões de dividendos por parte dos gestores empresariais brasileiros.

ABSTRACT

From the financial management point of view, the objective of a company is to promote the maximization of their shareholders economical wealth. So, an investment decision could only be accepted if the return on this investment surpass the capital spend to generate it. In financing decisions, the goal is to achieve the company's optimal capital structure leading to the minimization of the weighted average cost of capital of the company, consequently, the maximization of the shareholder wealth. But, unlike the investment and financing decisions, the dividends decisions do not have as a guiding principle a single parameter to be followed, since several financial, legal, fiscal and even behavioral factors affect this decision. The financial management literature presents a model of dividends decisions called Residual Dividend Model (RDM), a model in which the percentage of dividends to be shared is determined based on accounting net profit, on the equity target measure and on the capital budget. However, besides not to prioritize the maximization of the shareholder's wealth, it is understood that the RDM fails to address some important variables that should be taken into account when setting the dividend payout, as showed by the financial management literature. The present study aimed to verify by an empirical research whether the managers of Brazilian public companies take into account the various factors presented by academic studies as being essential for the dividend decisions. And then it was proposed a conceptual model to support the decision making process for the profit destination which takes into consideration factors such as economic value to shareholders, the particularities of Brazilian legal and tax systems, the distortion caused by the inflation in the accounting profit, the optimal capital structure of the company, the existence of future projects with positive net present value, free cash flow to shareholders, among others. This model aims to provide a decision map concept wider than the RDM and it is expected to provide a more appropriate parameter for the dividends decisions by the Brazilian business managers.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS	3
LISTA DE TABELAS	4
LISTA DE GRÁFICOS	6
LISTA DE QUADROS	7
LISTA DE FIGURAS	7
1. INTRODUÇÃO	8
2. REVISÃO DA LITERATURA SOBRE DIVIDENDOS	17
2.1 Trabalhos seminais sobre os dividendos	18
2.2 Estudos sobre os dividendos no Brasil	27
2.3 Resumo das principais observações dos estudos sobre os dividendos	65
3. PARTICULARIDADES BRASILEIRAS ACERCA DOS DIVIDENDOS	68
3.1 O dividendo mínimo obrigatório	69
3.2 A questão dos 25% de dividendos	75
3.3 As ações preferenciais e o conflito entre preferencialistas e ordinários	78
3.4 O processo de distribuição de dividendos	81
3.5 Juros Sobre Capital Próprio	83
3.6 Considerações finais a respeito das particularidades legais brasileiras sobre os dividendos	88
4. METODOLOGIA DE PESQUISA	90
4.1 Procedimentos utilizados na construção da revisão da literatura	93
4.2 O Instrumento de Coleta de Dados	95
4.3 Aplicação do questionário	103
4.4 A natureza dos dados	104
4.5 Procedimentos utilizados na determinação da amostra	105
4.6 Obtenção das respostas dos questionários	107
4.7 Preparação dos dados para análise	109
4.8 Codificação, entrada dos dados e sua transformação	110
4.9 Técnicas estatísticas empregadas na análise dos resultados	111
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	114
6. O MODELO DE APOIO À DECISÃO DE DIVIDENDOS	166
6.1. O ambiente de retenção de lucros	170

Gracias por visitar este Libro Electrónico

Puedes leer la versión completa de este libro electrónico en diferentes formatos:

- HTML(Gratis / Disponible a todos los usuarios)
- PDF / TXT(Disponible a miembros V.I.P. Los miembros con una membresía básica pueden acceder hasta 5 libros electrónicos en formato PDF/TXT durante el mes.)
- Epub y Mobipocket (Exclusivos para miembros V.I.P.)

Para descargar este libro completo, tan solo seleccione el formato deseado, abajo:

