

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

MILTON LANZARINI PAGINI

**QUAIS SÃO OS FATORES DE NATUREZA FINANCEIRA DETERMINANTES
DA CONSTITUIÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA?**

São Leopoldo
2013

MILTON LANZARINI PAGINI

**QUAIS SÃO OS FATORES DE NATUREZA FINANCEIRA DETERMINANTES
DA CONSTITUIÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA?**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Professor Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt

São Leopoldo
2013

P136q Pagini, Milton Lanzarini.
Quais são os fatores de natureza financeira determinantes da constituição da reserva de lucros a realizar pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA? / Milton Lanzarini Pagini. – 2013.
93 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2013.
"Professor Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt."

1. Política de dividendos. 2. Reserva de lucros a realizar. 3. Distribuição de dividendos. 4. Retenção de lucros. I. Título.

CDU 657

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecário: Flávio Nunes – CRB 10/1298)

MILTON LANZARINI PAGINI

**QUAIS SÃO OS FATORES DE NATUREZA FINANCEIRA DETERMINANTES
DA CONSTITUIÇÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR PELAS
EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA?**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS.

Aprovado em: 24/07/2013

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dra. Clea Beatriz Macagnan - UNISINOS

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

Prof. Dr. Cristiano Machado Costa - FUCAPE

Professor Orientador: Dr. Roberto Frota Decourt

AGRADECIMENTO

Ao corpo docente do PPG da UNISINOS que, direta ou indiretamente, contribuiu para que esta dissertação se tornasse uma realidade: obrigado.

Um agradecimento especial ao professor Doutor Roberto Frota Decourt, orientador deste estudo, pela disponibilidade e valiosas contribuições técnicas aportadas.

À professora Doutora Clea Beatriz Macagnan, pelas preciosas sugestões feitas ao projeto que resultou no presente estudo.

Ao meu sócio e colega do mestrado, Davi Souza Simon, pela atenção, incentivo e auxílio concedidos.

Aos meus demais sócios, pelo incentivo e compreensão em relação às minhas ausências no trabalho.

Aos meus filhos Bernardo e Rafael, familiares e amigos em geral, pela demonstração de carinho, amor, paciência e compreensão pelas noites e finais de semana em que não lhes pude dar a merecida atenção, por estar envolvido nas atividades que resultaram na materialização desta significativa conquista em minha vida.

Aos meus pais, Abílio (*In Memoriam*) e Ilda, cujos ensinamentos e orientações de vida se constituíram no lastro da incessante busca da minha evolução pessoal e cultural.

RESUMO

A presente dissertação objetivou analisar quais são os fatores de natureza financeira determinantes da constituição da reserva de lucros a realizar (RLR) pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. A constituição dessa reserva, além de ser opcional, representa uma retenção de parte do lucro líquido do exercício não realizado financeiramente e guarda estreita relação com a estrutura de capital e a política de dividendos. Dessa forma, as pesquisas abrangeram a teoria internacional sobre estrutura de capital e política de dividendos e, principalmente, estudos empíricos realizados no âmbito de empresas brasileiras sobre política de dividendos. Com base nos dados das demonstrações financeiras dos anos de 2010 e 2011 dessas empresas, foi obtida uma amostra de 170 observações, das quais 27 se referem a empresas que constituíram a RLR em questão, e 143 que não a constituíram. A partir da teoria e dos estudos empíricos relacionados à estrutura de capital e política de dividendos, foram estabelecidos oito índices econômico-financeiros com potencial impacto na constituição da RLR. Utilizando a regressão logística, foram testados vários modelos, dos quais resultou a equação composta pelas variáveis explicativas ROA (Retorno sobre o Ativo), ICJ (Índice de Cobertura de Juros) e IREP (Índice de Realização da Equivalência Patrimonial), todas significantes ao nível de 5%. Ficou evidenciado que as variáveis dessa equação representam os fatores financeiros com maior poder preditivo da probabilidade de constituição da RLR. A variável ROA, que mede a rentabilidade da empresa, apresentou coeficiente positivo e, portanto, de acordo com o modelo, quanto maior o seu valor, maior a chance de a empresa constituir a RLR. Tomando por base, contudo, os resultados de estudos empíricos brasileiros, para os quais a rentabilidade tem uma relação positiva com a distribuição de dividendos, a expectativa era de uma relação negativa entre ROA e a RLR, já que quanto maior a distribuição de dividendos (e maior ROA, a rentabilidade), menor a chance de ser constituída a RLR. Este resultado sugere que, particularmente no que tange à RLR, o nível de distribuição de lucros não exerce influência na sua constituição, o que merece ser investigado. O coeficiente da variável IREP, por sua vez, se apresentou negativo, confirmando, portanto, a expectativa inicial, já que IREP mede a capacidade de geração de caixa, via realização financeira do resultado positivo de equivalência patrimonial de investimentos permanentes. Finalmente, a baixa contribuição da variável ICJ para o resultado final do poder preditivo do modelo sugere a necessidade de realização de testes mais amplos para esta variável.

Palavras-chave: Política de Dividendos. Reserva de Lucros a Realizar. Distribuição de Dividendos. Retenção de Lucros.

ABSTRACT

This thesis aims to analyze what financial factors are determinants to establish the RLR (reserve for unearned revenue) by companies listed on the BM & FBOVESPA. This reserve, besides being optional, represents a withholding of unearned net profit and it is closely related to capital structure and dividend policy. Thus, this research covers international theory about capital structure and dividend policy and mostly empirical studies within Brazilian companies on dividend policy. Based on the available data of these companies in their financial statements for years 2010 and 2011, we obtained a sample of 170 observations, for which establishing the reserve was optional. Of these, 27 opted to do so and 143 did not. From the available academic references and collected data, we established eight financial indexes with potential impact on the establishment of a RLR. With the use of *logistic regression*, we tested several models, resulting in the equation including the explanatory variables ROA (return over assets), ICJ (interest coverage ratio) and IREP (equity realization ratio), all significant at the 5% level. Thus, it was evident that the variables of this equation represent the financial factors with the highest forecasting capability of establishing the RLR. The variable ROA, which measures the profitability of the company, presented a positive coefficient, and therefore, according to the model, the higher the value, the greater the chance the company establishes the reserve. However, based on the results of empirical studies in Brazil, for which profitability has a positive relationship with distribution of dividends, we expected a negative relationship between ROA and reserves, since higher dividend distribution (and higher ROA, profitability), results in a lower chance of establishing the reserve. This result suggests that, particularly with respect to the RLR, the level of profit distribution does not influence its establishment, which merits further investigation. The coefficient of the IREP variable was negative, thereby confirming the initial expectation, since IREP measures the ability to generate cash, via financial realization of assets by recognition of profits arising from equity income from investment to meet dividend obligations on profits of the same nature. Finally, the low contribution of variable ICJ of the model's forecasting capability suggests conducting further tests for this variable.

Keywords: Dividend Policy. Unearned Revenue Reserve. Dividend Distribution. Retained Earnings.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estatística da variável dependente RLR	67
Tabela 2 - Estatística das variáveis explicativas.....	67
Tabela 3 - Matriz de correlações das variáveis - Modelo com TRLL do ano e todas as variáveis	69
Tabela 4 - Teste Chi-square dos coeficientes do modelo	70
Tabela 5 - Testes <i>Likelihood Value</i> , Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2	71
Tabela 6 - Tabela de contingência para teste de Hosmer e Lemeshow	71
Tabela 7 - Resultado do teste de Hosmer e Lemeshow.....	72
Tabela 8 - Eficiência global do modelo.....	72
Tabela 9 - Resultado do modelo com TRLL do ano, com todas as variáveis	73
Tabela 10 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL do ano	74
Tabela 11 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL do ano - Significância e coeficientes das variáveis	75
Tabela 12 - Modelo final - Com TRLL do ano - <i>Likelihood Value</i> , Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2	76
Tabela 13 - Matriz de correlação - Modelo com TRLL do ano - Variáveis ROA, ICJ e IREP.....	76
Tabela 14 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL defasada.....	77
Tabela 15 - Análise de ajuste do modelo com TRLL defasada - Significância e coeficientes das variáveis	78
Tabela 16 - Modelo final - Com TRLL defasada - <i>Likelihood Value</i> , Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2	79
Tabela 17 - Matriz de correlação - Modelo com TRLL defasada - Variáveis ROA, ICJ e IREP	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resultado das pesquisas no site da Capes	18
Quadro 2 - Demonstração dos índices econômico - financeiros (determinantes) e expectativas de sua relação com a probabilidade (chance) de constituição da RLR	63
Quadro 3 - Empresas / exercícios sociais selecionados para análise, cujas Demonstrações financeiras não estavam disponíveis no sítio eletrônico da CVM	64
Quadro 4 - Variáveis explicativas testadas para construir o modelo de regressão	69

LISTA DE SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GCLR	Geração de Caixa para pagamento de RLR
ICJ	Índice de Cobertura de Juros
IE	Índice de Endividamento
IREP	Índice de Realização da Equivalência Patrimonial
LC	Liquidez Corrente
LG	Liquidez Geral
RLR	Reserva de Lucros a Realizar
ROA	Retorno sobre o Ativo
TRLL	Taxa de Retenção do Lucro Líquido

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	14
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA E DELIMITAÇÃO DO TEMA	15
1.3 OBJETIVOS.....	16
1.3.1 Objetivo Geral	16
1.3.2 Objetivos Específicos	16
1.4 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO	19
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVIDENDOS	19
2.2 DIVIDENDOS.....	20
2.3 POLÍTICA DE DIVIDENDOS	24
2.3.1 Teorias sobre Política de Dividendos	24
2.3.2 Estudos Empíricos Sobre Política de Dividendos no Brasil	29
2.3.2.1 Conflito de Agência e pagamento de dividendos	29
2.3.2.2 Estrutura de Propriedade e Dividendos	30
2.3.2.3 Vinculação de Investimentos e Estrutura de Capital com Dividendos	32
2.3.2.4 Dividendos como Sinalizadores.....	34
2.3.2.5 Hipótese do Efeito Clientela	37
2.3.2.6 A Influência dos Tributos nos Dividendos	39
2.3.2.7 Determinantes da Política de Dividendos	40
2.4 CONSTITUIÇÃO DE RESERVAS E RETENÇÃO DE LUCROS NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS	43
2.5 RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	46
2.5.1 Disposições da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404, de 1976) sobre a Reserva de Lucros a Realizar	47
2.5.2 Constituição da Reserva de Lucros a Realizar	48
2.5.2.1 Ganhos Cambiais como Lucros a Realizar	48

2.5.2.2 Resultado Líquido Positivo de Equivalência Patrimonial.....	49
2.5.2.3 Lucro em Vendas e Lucro, Rendimento ou Ganho Líquidos em Operações ou Contabilização de Ativos e Passivos a Valor de Mercado Realizáveis a Longo Prazo	50
2.5.3 Reversão da Reserva de Lucros a Realizar	52
2.5.3.1 Apuração do Montante Realizado da RLR.....	52
3 METODOLOGIA.....	55
3.1 INTRODUÇÃO, JUSTIFICATIVA DO MODELO DE REGRESSÃO E VARIÁVEL A EXPLICAR.....	55
3.2 CONSTRUÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS.....	59
3.3 POPULAÇÃO, AMOSTRA, FONTE E COLETA DE DADOS.....	63
3.4 DESENVOLVIMENTO DO MODELO DE REGRESSÃO LOGÍSTICA.....	68
3.4.1 Introdução e Parâmetros dos Modelos Testados	68
3.4.2 Modelo com TRLL do Ano	68
3.4.3 Modelo com TRLL Defasada.....	76
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	80
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	85
REFERÊNCIAS	88

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresenta-se a contextualização, o problema de pesquisa e delimitação do tema, seguido dos objetivos, relevância e justificativa do estudo.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

A legislação societária brasileira estabelece uma série de normas que regulam a destinação a ser dada pelas sociedades anônimas ao lucro líquido contábil apurado ao final de cada exercício social. Com efeito, a Lei nº 6.404 (1976), em seu artigo 202, parágrafo 6º, dispõe que os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. Esses artigos da Lei nº 6.404 (1976) se referem à constituição de: a) reserva legal (art. 193); b) reservas estatutárias (art. 194); c) reserva para contingências (art. 195); d) reserva de incentivos fiscais (art. 195-A); e) retenção de lucros (art. 196); e f) Reserva de Lucros a Realizar (art. 197).

Exceto para os casos em que a Lei nº 6.404 (1976) determina expressamente o quanto do lucro líquido do exercício deve ser destinado à constituição de reservas para retenção de lucros e ao pagamento de dividendos, a decisão sobre a retenção ou a distribuição desses lucros é fortemente influenciada tanto pela estrutura de capital quanto pela política de dividendos das empresas.

Sob o enfoque de finanças corporativas, várias teorias foram desenvolvidas e testadas em estudos empíricos sobre a estrutura de capital e política de dividendos.

No Brasil, para o que interessa ao tema central do presente trabalho, diversos estudos empíricos sobre a política de dividendos foram feitos no intuito de buscar explicações sobre os fatores que influenciam essa política, bem como acerca das repercussões dela decorrentes. Nesses estudos empíricos, alguns dos quais estão abordados na Seção 2.3.2, a política de dividendos foi avaliada sob diversos enfoques, tais como os baseados em: a) Conflito de agência; b) Estrutura de propriedade; c) Vinculação entre investimentos e dividendos; d) Dividendos como sinalizadores; e) Hipótese do efeito clientela; f) Influência dos tributos nos dividendos; e g) Determinantes da política de dividendos.

Como parte integrante da destinação do lucro líquido do exercício, a Reserva de Lucros a Realizar está intimamente relacionada com a política de dividendos e a sua constituição é regulada pelo art. 197 da Lei nº 6.404 (1976). Com base nesse dispositivo legal, tem-se que:

- a) no exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do artigo 202¹, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia-geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR);
- b) para os efeitos da letra a) acima, considera-se realizada a parcela do lucro líquido do exercício que exceder da soma dos seguintes valores:
 - o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial;
 - o lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativo e passivo pelo valor de mercado, cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte;
- c) a RLR somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório.

Nesse contexto, no presente estudo se pretende analisar a questão da constituição da Reserva de Lucros a Realizar, notadamente no que tange aos aspectos de natureza financeira que podem influenciar a sua constituição, a qual é facultativa.

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA E DELIMITAÇÃO DO TEMA

A legislação societária (art. 197 da Lei nº 6.404, 1976), sob determinadas circunstâncias, confere às sociedades anônimas a faculdade de constituir RLR como forma de retenção da parcela do dividendo obrigatório que ultrapassar o montante do lucro líquido do exercício realizado financeiramente.

¹ O art. 202 da Lei nº 6.404 (1976) estabelece as regras de apuração e pagamento do dividendo obrigatório.

A constituição da RLR é uma das formas de retenção de lucros e, portanto, as razões que influenciam a sua constituição podem estar relacionadas à política de dividendos das empresas.

Assim, coloca-se a seguinte questão-problema:

Quais são os fatores de natureza financeira determinantes da constituição da Reserva de Lucros a Realizar pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA?

Em função do acima exposto, as pesquisas e análises deste estudo foram centradas em fatores de natureza financeira passíveis de serem obtidos diretamente em informações disponíveis nas demonstrações financeiras das empresas integrantes da amostra testada. Ressalta-se que o presente estudo não contemplará a análise de fatores de natureza subjetiva vinculados a tal política, os quais não possam ser obtidos diretamente das demonstrações contábeis publicadas das empresas a serem analisadas, a exemplo de futuras possíveis oportunidades vantajosas de a empresa aplicar recursos financeiros retidos em projetos de investimentos relacionados às suas atividades operacionais.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

O principal objetivo do presente estudo é identificar quais são os fatores financeiros determinantes da constituição da Reserva de Lucros a Realizar pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA.

1.3.2 Objetivos Específicos

Em linha com o tema objeto deste estudo, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- a) verificar, em relação aos exercícios sociais encerrados em 2010 e 2011, quais empresas listadas na BM&FBOVESPA constituíram RLR,

bem como quais empresas poderiam ter constituído RLR e não o fizeram; e

- b) em relação às empresas referidas em a) acima, avaliar se a não constituição da RLR por parte das empresas que poderiam tê-la constituído pode ser explicada pelos mesmos fatores financeiros identificados nas empresas que a constituíram.

1.4 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Em pesquisa realizada no sítio eletrônico² de periódicos da CAPES, não se identificou a existência de estudos abordando especificamente os fatores de natureza financeira que podem influenciar as empresas listadas na BM&FBOVESPA na constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR).

Para efeitos de constatação da inexistência dos referidos estudos, foram analisados os “abstracts” dos periódicos encontrados nessa pesquisa, na qual se utilizou o critério de busca ampla, por assunto, do tipo “Resultados para Portal de Periódicos”. No Quadro 1 demonstram-se as expressões utilizadas nessa pesquisa e a correspondente quantidade de ocorrências encontradas, as quais foram objeto da análise acima citada.

Dado o caráter opcional da constituição da RLR, o resultado do estudo permitirá que se verifique se as empresas que podem constituir a RLR baseiam sua decisão de constituí-la ou não na sua condição financeira medida com base em índices econômico-financeiros, ou em outros fatores de ordem subjetiva, não prontamente identificáveis em suas demonstrações financeiras.

Espera-se que o resultado deste estudo venha a contribuir com demais pesquisas sobre o tema, além de produzir informações úteis em relação aos fatores financeiros que exercem impacto na probabilidade de constituição ou não da RLR.

Ademais, o resultado do estudo considera a criação de um modelo de previsão de constituição da RLR. Esse modelo possibilitará que os usuários das demonstrações financeiras, tais como investidores e analistas de mercado, possam realizar predições sobre a decisão das empresas no que diz respeito à constituição da RLR.

² <<http://www.periodicos.capes.gov.br/>>. Acesso em 29 nov. 2012.

Quadro 1 - Resultado das pesquisas no site da Capes

Expressão pesquisada	Quantidade de ocorrências encontradas
dividendo	262
dividendos	700
“dividendo obrigatório”	0
“dividendos obrigatórios”	1
“dividendo retido”	0
“dividendos retidos”	0
“lucro a realizar”	0
“lucros a realizar”	0
“lucro não realizado”	0
“lucros não realizados”	0
“pagamento de dividendo”	6
“política de dividendos”	27
“políticas de dividendos”	3
“postergação de dividendo”	0
“postergação do dividendo”	0
proventos	54
“retenção de dividendo”	0
“retenção de dividendos”	0
“reserva de lucros”	0
“reservas de lucros”	0
“reserva de lucros a realizar”	0
“reservas de lucros a realizar”	0

Fonte: Elaborado pelo autor

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A presente seção contém comentários sobre a influência da estrutura de capital das empresas na política de dividendos, além de trazer as disposições da lei societária brasileira sobre dividendos, teorias internacionais sobre dividendos e estudos empíricos realizados no Brasil, relacionados à política de dividendos.

2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL E DIVIDENDOS

Em finanças corporativas, a estrutura de capital das empresas tem um papel importante no financiamento das suas operações e diz respeito à forma com que as empresas se utilizam de capitais próprios e capitais de terceiros.

Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 363 e 364), tratando sobre estrutura de capital, afirmam que, de um ponto de vista teórico, bem como em vista da pesquisa empírica existente, há quatro fatores importantes na determinação final de um quociente desejado entre capital de terceiros e capital próprio. São eles: a) os impostos, já que os juros dos capitais de terceiros podem gerar redução dos impostos devidos pela empresa; b) tipos de ativos, associados aos custos de dificuldades financeiras, que são menores quando há ativos de valor, como prédios, terrenos e ativos intangíveis; c) grau de incerteza do resultado operacional nas empresas que têm propensão a ter dificuldades financeiras e, por isso, financiam-se basicamente com capital próprio; e d) hierarquia das fontes (*packing order*), segundo a qual as empresas preferem utilizar capital próprio interno (ou seja, lucros retidos) a usar financiamento externo.

No que tange à hierarquia das fontes (*pecking order*), Myers e Majluf (1984) afirmaram que o problema de perdas de oportunidades de investimento pode ser contornado pelas empresas por meio de retenções dos lucros (o que naturalmente implica na não distribuição de dividendos). De acordo com os autores, é consequência da conclusão acima que, mantendo-se todas as demais variáveis constantes, a teoria da hierarquia das fontes de financiamento (*pecking order*) prevê que o nível de dividendos distribuídos é função inversa do nível de assimetria informacional a que estão sujeitas as empresas e seus investidores.

O estudo de Brito, Corrar e Batistella (2007), sobre os fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no

Brasil, cita a teoria do *Pecking Order* de Myers e Majluf (1984), além de referir outros estudos internacionais e nacionais que tratam da estrutura de capital. Segundo Brito, Corrar e Batistella (2007), o mercado brasileiro apresenta certas ineficiências que impactam diretamente nas decisões de financiamento das empresas, tais como o mercado de capitais restrito, a elevada concentração do controle acionário das empresas e a forte restrição de fontes de capital de terceiros a longo prazo. Além disso, as elevadas taxas de juros tornam os custos de financiamento bastante significativos, fazendo com que as empresas no Brasil apresentem baixos níveis de endividamento. Ainda, os autores destacam que uma outra característica do mercado brasileiro é o fato de o custo de capital de terceiros não ser função apenas do risco do tomador, mas também da natureza da fonte de financiamento, e que em razão disso determinadas linhas de crédito de longo prazo direcionadas a investimentos específicos têm custo financeiro inferior a linhas de curto prazo, cujo risco de crédito para o credor normalmente é menor.

Esse cenário sinaliza que a retenção de dividendos representa uma fonte alternativa de financiamento das empresas brasileiras, de onde se infere que a política de dividendos se constitui em um importante fator que pode impactar a constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR), já que a RLR representa uma forma de retenção de dividendos.

2.2 DIVIDENDOS

Os dividendos representam distribuição de lucros auferidos pela empresa aos seus acionistas, sendo normalmente pagos em dinheiro. A decisão de uma política de dividendos envolve basicamente uma decisão sobre o lucro líquido da empresa: *retê-los*, visando ao reinvestimento em sua própria atividade; ou *distribuí-los*, sob a forma de dividendo em dinheiro aos acionistas (ASSAF NETO, 2011, p. 186).

O pagamento de dividendos no Brasil é regulado pela legislação societária, a qual exige um pagamento mínimo estipulado no estatuto social da companhia. A razão principal da obrigatoriedade da distribuição de lucros é de proteger o acionista minoritário (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007, p. 14).

Nos Estados Unidos, ao contrário, as empresas possuem maior flexibilidade para decidir o montante de distribuição, inclusive se devem ou não pagar dividendos nos exercícios. Muitas empresas deixam de pagar dividendos por longo período, optando pelo crescimento através de novos investimentos (ASSAF NETO; LIMA; AMBROZINI, 2007, p. 14).

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 422), “a decisão de pagamento de dividendos é importante porque determina o volume de lucro recebido pelos acionistas e o volume de fundos retidos na empresa para fins de reinvestimento”.

As decisões quanto à constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR), por sua vez, impactam de forma direta o valor retornado pela empresa aos acionistas sob a forma de dividendos, eis que a constituição dessa reserva, como será abordada na seção 2.5 adiante, representa uma postergação do pagamento do dividendo obrigatório.

A obrigatoriedade do pagamento de um dividendo mínimo a que se refere Assaf Neto, Lima e Ambrozini (2007, p. 14) sobre o dividendo obrigatório, decorre de imposição estabelecida pelo ordenamento jurídico brasileiro por intermédio da Lei nº 6.404 (1976). Dada a importância da sistemática de declaração do dividendo obrigatório e sua intrínseca relação com a constituição da RLR, destacam-se, a seguir, as principais regras estabelecidas no artigo 202 dessa lei:

- a) os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:
 - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a importância destinada à constituição da reserva legal de que trata o artigo 193;
 - importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores;
- b) o pagamento do dividendo determinado nos termos da letra a) acima poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que

tiver sido realizado, desde de que a diferença seja registrada como RLR (art. 197);

- c) os lucros registrados na RLR, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização;
- d) o estatuto poderá estabelecer o dividendo como porcentagem do lucro ou do capital social, ou fixar outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria;
- e) quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos da letra a) acima;
- f) a assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos do art. 202, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:
 - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;
 - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista na subalínea desta alínea f;
- g) o dividendo previsto no art. 202 não será obrigatório no exercício social em que os órgãos da administração informarem à assembleia geral ordinária ser ele incompatível com a situação financeira da companhia. O conselho fiscal, se em funcionamento, deverá dar parecer sobre essa informação, e na companhia aberta, seus administradores encaminharão à Comissão de Valores Mobiliários, dentro de 5 (cinco) dias da realização da assembleia geral, exposição justificativa da informação transmitida à assembleia;
- h) os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos da alínea g) supra serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos

- por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendos assim que o permitir a situação financeira da companhia;
- i) os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos.

O direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, inclusive os atrasados, se cumulativos, não pode ser prejudicado pela constituição de reserva legal, reservas estatutárias, reserva para contingências, reserva de incentivos fiscais, retenção de lucros, RLR, nem pelo pagamento do dividendo obrigatório (Lei 6.404/76, art. 203).

A companhia pode remunerar seus acionistas pagando-lhes, além dos dividendos, Juros sobre o Capital Próprio (JCP), figura esta introduzida na legislação brasileira pelo art. 9º da Lei nº 9.249 (1995).

O JCP é calculado mediante a aplicação de uma taxa de juros (a TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo) sobre o patrimônio líquido da companhia, estando o seu pagamento sujeito à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de 15% e, salvo as exceções previstas em lei, pode o seu valor ser deduzido na determinação da base de cálculo do imposto de renda incidente sobre os lucros da companhia, assim como da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL)³.

Os dividendos distribuídos aos acionistas, pessoas jurídicas ou físicas residentes no Brasil ou no exterior, com base em resultados apurados a partir de janeiro de 1996, não sofrem incidência do imposto de renda na fonte⁴. Cabe referir, contudo, que, à exceção de ganhos auferidos em ações de pequeno valor⁵, os ganhos de capital decorrentes da alienação de ações são tributados nas pessoas físicas, exclusivamente na fonte, à alíquota de 15%⁶.

Destaca-se que a legislação⁷ permite que a remuneração do JCP seja imputada ao valor do dividendo obrigatório devido aos acionistas nos termos do art. 202 da Lei nº 6.404 (1976).

³ A dedutibilidade do JCP na apuração da base de cálculo da CSLL foi admitida a partir da revogação do art. 14 da Lei nº 9.779, de 1999, pelo art. 93, II, “h” da Medida Provisória nº 2.158-35 (2001) (na origem, pelo art. 13 da Medida Provisória nº 1.807, de 1999).

⁴ Lei nº 9.249 (1995), art. 10.

⁵ Conforme art. 22 da Lei nº 9.250 (1995).

⁶ Alíquota prevista no art. 21 da Lei nº 8.981 (1995).

⁷ Lei nº 9.249 (1995), art. 9º, parágrafo 7º.

A Comissão de Valores Mobiliários, por intermédio da Deliberação CVM nº 207 (1996), determina que os JCP pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, previsto no artigo 202 da Lei nº 6.404/76, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte.

Determina ainda a referida deliberação da CVM que, em nota explicativa às demonstrações financeiras e às informações trimestrais (ITR's) deverão ser informados os critérios utilizados para determinação desses juros (os JCP), as políticas adotadas para sua distribuição, o montante do imposto de renda incidente e, quando aplicável, os seus efeitos sobre os dividendos obrigatórios.

Para efeitos do presente estudo, a remuneração do JCP será tratada como dividendo pago ou creditado aos acionistas. No próximo subitem, o tema a ser abordado é sobre política de dividendos.

2.3 POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Após a apresentação das peculiaridades da legislação brasileira, as quais impõem restrições à política de dividendos das companhias abertas brasileiras em função de um conjunto de regras e exceções, passa-se a reportar o referencial teórico relacionado às principais teorias sobre a política de dividendos, bem como os principais estudos empíricos realizados no mercado brasileiro de ações.

2.3.1 Teorias sobre Política de Dividendos

A política de dividendos é um tema que tem merecido inúmeros estudos e investigações ao longo de várias décadas. Entre eles, o estudo de Gordon (1959) apresentou a teoria *bird in the hand*, que discorre sobre as preferências dos investidores em receber dividendos hoje, em comparação à retenção de lucros no momento presente e sua posterior distribuição no futuro. Tal preferência decorre, na opinião de Gordon (1959), do maior grau de incerteza associado aos fluxos futuros de dividendos. Este maior grau de incerteza resultaria em uma exigência, por parte dos investidores, de uma taxa de retorno

mais elevada sobre o investimento realizado, refletindo diretamente no aumento do custo de capital próprio da empresa.

Contra-pondo-se à teoria, Miller e Modigliani (1961) teorizam, sob certos pressupostos simplificadores, que a política de dividendos adotada pela empresa não é relevante para o acionista, para quem seria indiferente auferir retornos via dividendos ou ganhos de capital pela valorização do seu investimento, não modificando, portanto, o valor das empresas. Tal conclusão depende dos pressupostos simplificadores explicitados pelos autores, quais sejam a existência de condição de mercado perfeito e sem incidência de impostos.

Em dura crítica à teoria *bird in the hand*, Miller e Modigliani (1961) argumentaram que o risco da empresa, e em decorrência o seu valor, são determinados especificamente como função do fluxo de caixa operacional, não dependendo da forma pela qual os lucros são distribuídos aos acionistas. Conforme os autores, o pagamento de dividendos reduz o valor da empresa no exato montante que estes são distribuídos, mantendo inalterada a riqueza dos acionistas, pois a redução de seu ativo (o valor da empresa) é compensada pelo acréscimo de recursos financeiros ao seu dispor.

Apesar da importância da teoria de Miller e Modigliani (1961), o tema continuou sendo objeto de intensa discussão. Farrar e Selwyn (1967) reconheceram os efeitos da estrutura tributária incidente sobre as pessoas físicas por meio da análise da renda líquida percebida pelos investidores em diversos cenários, reconhecendo uma forma de efeito clientela. Para Farrar e Selwyn (1967), a forma sob a qual a decisão de uma companhia, de reduzir ou aumentar dívida, afeta o seu valor de mercado e custo de capital mantém-se uma questão empírica. O aumento da dívida de uma empresa pode aumentar sua atratividade para pequenos investidores, ao passo que empresas com pouca dívida podem ser especialmente atraentes para grandes investidores cujos portfólios contenham altos níveis de alavancagem financeira.

Brennan (1970) teorizou que, enquanto a alíquota de tributação do mercado (*effective tax rate*) exceder zero, o pagamento de dividendos resultará em prejuízo aos interesses de todos os investidores, contrariando a proposição de Miller e Modigliani (1961). Brennan (1970) ainda afirma que Farrar e Selwyn (1967) não consideraram em seus modelos as oportunidades de negociação no mercado de capitais disponíveis aos investidores, o que levaria à conclusão de

que a riqueza de todos os investidores é maximizada pela maximização do valor de mercado da companhia. O comportamento do mercado, no qual as empresas pagam dividendos, poderia ser explicado, segundo o modelo derivado pelo autor, em função de restrições à recompra sistemática de ações pelas companhias.

Black (1976) apresentou importante reflexão quanto às dúvidas existentes no tocante aos motivos que levam as companhias a pagar dividendo, reunidas no artigo *The dividend puzzle* (O enigma dos dividendos, em tradução livre). Tais dúvidas referem-se especialmente ao efeito dos impostos sobre dividendos (tributados de forma mais desfavorável em comparação aos ganhos de capital), custos de transação relacionados à venda de ações, sinalização dos prospectos das companhias, eventual expropriação de riqueza dos credores por parte dos acionistas que recebem dividendos, e efeito clientela (investidores pagando imposto de renda a alíquotas mais elevadas preferem ações que não pagam dividendos, e vice-versa). Para o autor, nenhuma das hipóteses suscitadas se mostravam suficientemente fortes para explicar as razões pelas quais as empresas americanas pagavam dividendos.

Walter (1963) analisou os trabalhos existentes até então, mencionando a dificuldade de realização de testes estatísticos que resultassem em opiniões taxativas e não ambíguas sobre o tema, sugerindo que o julgamento quanto à importância da política de dividendos depende do poder da teoria estabelecida. Walter (1963) teoriza, em suas conclusões, que a escolha da política de dividendos quase sempre afeta o valor das empresas, tendo em vista que as condições gerais para neutralidade simplesmente não existem no mundo real.

Independentemente da ausência de conclusões quanto ao efeito direto da política de dividendos no valor das empresas, considerando a intuição apresentada por Walter (1963), diversos estudos foram realizados no sentido de buscar uma maior compreensão sobre os fatores que explicam a política de dividendos das companhias.

Miller e Modigliani (1961), verificando os aumentos dos preços das ações em função de alterações no montante dos dividendos distribuídos, consideraram que esse efeito decorreu da assimetria de informações dos mercados, em conjunto com o poder dos dividendos como agentes de sinalização. Sob esta hipótese apresentada pelos autores, os administradores das companhias divulgam informações ao mercado por meio de mudanças na

política de dividendos. Estas mudanças atuam então como fontes de pistas para que os investidores refinem as suas expectativas acerca do desempenho futuro das companhias.

Ampliando a análise teórica da assimetria de informações, Myers e Majluf (1984) argumentaram que, na presença dessa assimetria entre gestores e investidores, uma empresa pode incorrer em subinvestimento, deixando de investir em projetos que geram valor para o acionista em determinadas circunstâncias, especialmente nos casos nos quais a empresa não tem reservas de fundos internos suficientes para realizá-los. Essa probabilidade de subinvestimento, que reduz o valor esperado da empresa, decorre do problema de seleção adversa relacionado às novas emissões de capital.

Akerlof (1970) utiliza o mercado de automóveis usados nos estados unidos como ambiente para evidenciar o funcionamento da seleção adversa provocada pela assimetria informacional. De acordo com o autor, carros ruins, chamados de “limões” no mercado Norte Americano, passam a dominar a oferta do mercado de usados tendo em vista que todos os carros devem ser vendidos pelo mesmo valor, devido à impossibilidade de o vendedor distinguir um carro bom de um “limão”. Esse conceito de seleção adversa, no caso de emissão de ações, significa que existe um forte incentivo para que os administradores objetivem vender ações quando elas forem “limões”.

Para Myers e Majluf (1984), o problema de perdas de oportunidades de investimento pode ser contornado pelas empresas por meio de retenções dos lucros (o que naturalmente implica na não distribuição de dividendos). Segundo os autores, é consequência da conclusão acima que, mantendo-se todas as demais variáveis constantes, a teoria da hierarquia das fontes de financiamento (*pecking order*) prevê que o nível de dividendos distribuídos é função inversa do nível de assimetria informacional a que estão sujeitas as empresas e seus investidores.

A relação entre a política de dividendos e assimetria informacional relaciona-se diretamente com os conflitos de agência. De acordo com Jensen e Meckling (1976), decorre da teoria de agência que a estrutura de capital das companhias resulta de tentativas de minimização dos custos que surgem em função da separação entre a propriedade corporativa e o controle. Para os autores, os custos de agência são menores em empresas onde os *insiders*

detém maior parcela da propriedade, em função do melhor alinhamento de objetivos entre acionistas e gestores, e também em empresas com grandes blocos de acionistas, posto que estes blocos podem ter participação mais próxima na gestão das empresas e no monitoramento de suas atividades.

O pagamento de dividendos impõe-se, portanto, para que se possa reduzir os custos de agência, na medida em que é interesse dos acionistas a redução dos fundos à mercê da administração, de modo a melhor alinhar o interesse dos gestores com o dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Easterbrook (1984) sugere que os pagamentos de dividendos são úteis na medida em que forçam os administradores a constantemente buscarem recursos no mercado de capitais. Quando dessa busca, os agentes que eventualmente aportarão recursos na companhia atuarão como monitoradores da administração, reduzindo o custo de monitoramento dos acionistas antigos. Para o autor, essa teoria poderia constituir explicação para a prática de pagar dividendos e levantar novos recursos no mercado de capitais.

Fama e French (2001) encontraram uma diminuição na tendência de empresas americanas pagarem dividendos, concluindo que as vantagens associadas ao pagamento de dividendos diminuíram com o tempo. Para os autores, uma possibilidade explicativa dessa diminuição é a melhora das tecnologias de controle corporativo (por exemplo, o aumento do uso de esquemas de remuneração de administradores pela emissão de opções de compras de ações da empresa – *stock options*) que diminuem os benefícios proporcionados pelos dividendos no tocante ao controle dos problemas de agência entre os acionistas e os administradores.

Myers (1984) descreveu a teoria *Trade-off*, segundo a qual a estrutura de capital ótima de uma empresa é determinada pelo equilíbrio dos custos e benefícios dos empréstimos, mantendo os ativos e os planos de investimentos da empresa constantes. Em outras palavras, a empresa necessita equilibrar o valor de benefícios fiscais pertinentes à dedução dos juros dos empréstimos com os diversos custos associados à alavancagem (custos de dificuldades financeiras, tais como os de falência e restrição de crédito).

2.3.2 Estudos Empíricos Sobre Política de Dividendos no Brasil

Considerando que o presente estudo está centrado na análise de fatores determinantes da retenção do dividendo obrigatório para a constituição da Reserva de Lucros a Realizar, Reserva esta cuja constituição e reversão segue critérios previstos exclusivamente na legislação societária brasileira, destacam-se a seguir apenas estudos empíricos realizados em empresas brasileiras. Optou-se pela segregação desses estudos consoante as seções a seguir, muito embora eles também possam se enquadrar em uma ou mais dessas seções.

2.3.2.1 Conflito de Agência e pagamento de dividendos

Silva (2003) estudou a influência dos custos de agência sobre o comportamento de dividendos de empresas listadas na BOVESPA, relativamente ao período de 1998 a 2001. Os resultados de seu estudo indicam que as variáveis mais importantes que influenciam o comportamento de dividendos das empresas brasileiras são ganhos atuais e dividendos do ano anterior. Segundo o referido autor, contudo, os custos de agência também aparecem como tendo alguma participação em explicar o nível de dividendos atuais. Ainda de acordo com Silva (2003), a evidência empírica oferece um forte apoio à hipótese de que há uma associação negativa e significativa entre dividendos e monitoramento externo.

Ao analisar as modificações tributárias havidas entre 1988 e 1989 e seus impactos sobre a tributação incidente sobre os dividendos e sobre ganhos de capital de empresas negociadas na Bovespa no período de 1987 a 1992, Procianoy (1996) identificou que, embora fosse esperado um aumento no *payout* de dividendos após 1989, tal aumento não foi substancial, tendo havido uma sensível redução nesse nível de *payout* em 1992, não explicado por qualquer modificação tributária, o que foi creditado à conflituosa relação de agência entre os acionistas majoritários.

Gonzaga e Costa (2009), em estudo realizado nas companhias abertas listadas na Bovespa para o período de 1995 a 2006, encontrou evidências que fornecem indícios de que existe relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos sobre as políticas de dividendos entre acionistas minoritários e

controladores nas empresas brasileiras. Assevera o autor, contudo, que os resultados encontrados divergem entre as diferentes medidas de conservadorismo, mas corroboram a argumentação de que o conservadorismo possui função relevante dentro da estrutura contratual da firma.

2.3.2.2 Estrutura de Propriedade e Dividendos

Procurando avaliar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas brasileiras listadas na Bovespa, no ano de 2000, Silva (2004) chegou à conclusão de que existe relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança e valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras, destacando-se as seguintes constatações, entre outras:

- a) maior concentração dos direitos de voto nas mãos do acionista controlador é associada a menor valor das empresas;
- b) o valor da empresa é maior tanto quanto maior for a concentração dos direitos de fluxo de caixa com o controlador;
- c) quanto maior a razão entre a concentração dos direitos de voto e direitos de fluxo de caixa dos controladores, menor o valor da empresa;
- d) empresas com acionistas majoritários estrangeiros tendem a apresentar valor superior quando comparadas às familiares;
- e) nas empresas com grande concentração dos direitos de voto há um alto nível de alavancagem;
- f) na medida em que as empresas têm grande concentração dos direitos de fluxo de caixa há um baixo nível de alavancagem;
- g) empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos dos controladores têm alto nível de alavancagem;
- h) quando as empresas têm grande concentração dos direitos de voto nas mãos do controlador elas têm baixo *payout*;
- i) havendo grande concentração dos direitos de fluxo de caixa nas mãos do controlador, as empresas têm alto *payout*;

- j) empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa nas mãos do controlador têm baixo *payout*;
- k) as empresas com acionistas majoritários familiares tendem a apresentar menor *payout* quando comparadas com as demais; já as empresas estatais tendem a apresentar os maiores *payouts*.

Bellato, Silveira e Savoia (2006), analisaram empresas listadas na Bovespa no período de 1998 a 2003, período este, portanto, mais abrangente do que o realizado por Silva (2004), que contemplou apenas o ano de 2000. Seus achados dão conta de que o incentivo para distribuir os resultados gerados internamente, via dividendos, é menor em empresas com maior excesso de votos em posse do controlador. Isso, de acordo com os autores, indica que os benefícios privados auferidos pelos controladores dessas empresas tendem a ser maiores. Particularmente no que tange ao baixo nível de *payout* nas empresas em que há grande concentração do poder de voto sob o controle do acionista controlador, seus resultados corroboram o achado de Silva (2004).

Em que pese não terem sido levados em conta o montante de juros sobre o capital próprio – JCP, o qual pode ser imputado ao dividendo mínimo obrigatório⁸, nem o fato de que o dividendo mínimo obrigatório representa uma restrição ao poder discricionário do acionista controlador quanto ao montante desses dividendos a distribuir, Dalmácio e Corrar (2007), em estudo realizado para o período de 1998 a 2005 em amostra de empresas com ações ordinárias negociadas na Bovespa, também encontraram evidências que sugerem que aumentos da concentração acionária (concentração do poder de voto no maior acionista) provocam reduções no nível de *payout* (relação do dividendo proposto com o lucro líquido do exercício).

Hahn et al. (2010) analisaram dados de uma amostra das companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo - BOVESPA, considerando-se o período de 1996 a 2008. No caso das companhias que apresentaram nível de *payout* acima de 25% do lucro líquido, foram encontradas evidências que vão ao encontro dos achados de Silva (2004), na linha de que quanto maior a concentração acionária, maior o nível do *payout*.

⁸ Lei nº 9.249 (1995), art. 9º, parágrafo 7º.

2.3.2.3 Vinculação de Investimentos e Estrutura de Capital com Dividendos

Ao testarem as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida no Brasil, considerando empresas não financeiras com ações negociadas na Bovespa, abrangendo o período de 1995 a 2001, Brito e Silva (2005) confirmaram essas previsões, no sentido de que as empresas que apresentam maior lucratividade são as que destinam maior parcela de dividendos para remunerar os acionistas. Ainda, que a relação negativa entre dividendos e alavancagem confirma que estes são substitutos na alocação de recursos internos da empresa. Observaram, ainda, que volatilidade e oportunidades de investimento não se mostram significativos para explicar a meta de remuneração das empresas brasileiras.

Loss e Sarlo Neto (2006) investigaram, para o período de 1998 a 2002, o inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos permanentes praticados pelas companhias brasileiras listadas na Bovespa. Como resultado de seus estudos, não identificaram relacionamento entre tais políticas. De acordo com os autores, dado que o mercado brasileiro não pode ser considerado perfeito, essa evidência revela que eventuais imperfeições em outros mercados não são justificativas eficazes para explicar evidências de que há relacionamento entre políticas de dividendos e investimentos. Os autores relatam ainda que outros fatores influenciam nos resultados empíricos, e que no caso brasileiro, tem-se a regulamentação da política de dividendos que precisa ser considerada nesse tipo de análise.

Diferentemente da conclusão a que chegaram Loss e Sarlo Neto (2006), conforme acima citado, Salotti e Santos (2009) identificaram uma relação positiva entre a política de dividendos e os investimentos permanentes. Com efeito, estes autores realizaram estudos em companhias abertas não financeiras para o período de 2001 a 2005, o qual contemplou, também, a relação entre a retenção de lucros e os reinvestimentos destes. Nesses estudos, comentam que não há exigência legal quanto ao destino do reinvestimento, ou seja, o reinvestimento previsto no orçamento de capital pode ser feito, por exemplo, na aquisição de estoques ou liquidação de passivos sem, necessariamente, investimento em ativos de longo prazo, assumindo que a empresa possa ter capacidade ociosa. Com a ressalva de que somente foram avaliados os

investimentos em ativo permanente (investimentos, imobilizado e diferido) porque apenas esses dados estão disponíveis nas demonstrações contábeis, concluíram que, aproximadamente, apenas vinte por cento das empresas não investem valor igual ou superior aos seus lucros não distribuídos aos acionistas.

Tendo por base os estudos realizados por Fama e French (2002), Futema, Basso e Kayo (2009) efetuaram estudos para estabelecer as relações conjuntas da estrutura de capital, dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas brasileiras para o período de 1995 a 2004, comparando os seus resultados com as previsões estabelecidas pelas teorias de *trade-off* estática e *pecking order*.

De acordo com os resultados obtidos por Futema, Basso e Kayo (2009), ficaram confirmadas as previsões da teoria de *pecking order* de que a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade e negativamente com o investimento. Os autores constataram, também, que não há evidências de que haja ajustamento nas distribuições de lucros para absorver as variações de curto prazo do investimento, confirmando a premissa de Lintner (1956), de que a administração das empresas reluta em alterar a política de distribuição de lucros em razão da sinalização implícita que tal alteração poderia enviar aos investidores.

No mesmo estudo empírico, Futema, Basso e Kayo (2009) asseveraram ainda que os resultados confirmaram a previsão de relação positiva e estatisticamente significativa entre a alavancagem e os investimentos, sugerindo que as empresas possuem metas de alavancagem, embora seja lenta a velocidade de ajustamento em direção a elas. Segundo eles, isso não só confirma a previsão da teoria de *trade-off* estática, como corrobora os resultados da pesquisa de Graham e Hervey (2001), cuja pesquisa sugere que as metas existem, porém alcançá-las não é prioridade para as empresas.

David, Nakamura e Bastos (2009, p. 133), também testaram as teorias de *trade - off* e *pecking order* sobre endividamento e *payout* utilizando a metodologia de Fama e McBeth (1973), tendo como referência os trabalhos realizados por Fama e French (2002), desenvolvidos com dados de empresas norte-americanas, e por Brito e Silva (2003). Concluíram os autores que:

Os resultados indicam que o *payout* é negativamente relacionado com as oportunidades de investimento e que os dividendos não sofrem variação de curto prazo para acomodar os investimentos, conforme defende a teoria do *pecking order*. A lucratividade demonstrou ser relevante na determinação da política de endividamento, o que indica que as empresas mais lucrativas são menos endividadas, confirmando a *pecking order*. Além disso, a variável “tamanho” mostrou ser significativa na política de endividamento, o que corrobora as teorias do *pecking order* e *trade-off*.

2.3.2.4 Dividendos como Sinalizadores

O nível de distribuição de dividendos pode sinalizar para o mercado diversos aspectos a respeito da situação econômico-financeira das empresas, conforme demonstram os estudos empíricos que se comentam a seguir.

Novis Neto e Saito (2003) estudaram os efeitos do pagamento de dividendos nos preços das ações brasileiras, tendo por base o período de 1998 a 2000. Segundo eles, os resultados revelaram a existência de uma relação direta entre o *dividend yield* e o retorno anormal acumulado dessas ações no período pós-evento, no sentido de que, quanto maior o *dividend yield* (pagamento de dividendos), maior o retorno anormal acumulado da ação. A explicação para tal comportamento dos retornos das ações, segundo eles, são a Teoria da Agência e a assimetria de informações.

Da mesma forma que Novis Neto e Saito (2003), Kuronuma, Lucchesi e Famá (2004), em estudo realizado em empresas com ações negociadas na Bovespa entre os anos de 2000 e 2003, também encontraram evidências de que, quanto maior o *dividend yield*, maior o retorno anormal acumulado da ação.

Nossa, Nossa e Teixeira (2007) analisaram empresas listadas na Bovespa para o período de 1996 a 2004, tendo identificado que as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas do que as empresas que não distribuem dividendos; também, que o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao ROA (Retorno sobre o Ativo), que mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis.

Na análise realizada sobre empresas listadas na Bovespa, para o período de 1995 a 2008, Corso, Kassai e Lima (2012) observaram que a distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresenta uma relação

inversa com o retorno das ações, de forma que ações com maior distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio apresentam menor retorno.

Bueno (2002), entretanto, em estudo considerando empresas listadas na Bovespa e o período de julho de 1994 a dezembro de 1999, para três carteiras teóricas (alto, baixo e zero *dividend yield* – retorno em dividendos), concluiu que:

- a) não se pode afirmar que as ações de alto *dividend yield* apresentam retornos médios significativamente superiores nem inferiores aos contabilizados por ações de outras categorias de *dividend yield*;
- b) não é possível afirmar que as ações de alto ou baixo ou zero *dividend yield* são capazes de sobrepujar a taxa de retorno do índice de mercado;
- c) investidores que procuram “bater” o mercado devem ter em mente que não foram encontradas evidências empíricas que dêem suporte a quaisquer estratégias de investimento com base no *yield* da ação; e
- d) não se pode ratificar, portanto, o corolário de profissionais de mercado que acreditam que ações de alto *dividend yield* são capazes de gerar taxas de retorno significativamente superiores, quer em relação ao índice de mercado, quer em relação às ações de baixo ou zero *yields*.

Freire et al. (2005), em seus estudos acerca de empresas com ações negociadas na Bovespa no período de 1996 a 2001, constataram que não existe a relação entre o *dividend yield* e o lucro anormal, mas a média dos dividendos é superior à média dos lucros anormais.

Perobelli, Zanini e Santos (2009) investigaram os impactos do pagamento de proventos sobre os preços das ações, na data ex direito, de empresas maduras e de empresas em expansão. Seus achados revelam que a estratégia de curto prazo de comprar ações na última data com, vender na primeira data ex e embolsar os dividendos é capaz de gerar perdas de capital que superam em até quatro vezes o ganho líquido decorrente do provento embolsado.

Pietro Neto, Galli e Decourt (2011) testaram a teoria da sinalização, por meio das notícias transmitidas aos investidores, referentes ao anúncio da distribuição de proventos, de 1998 a 2006, para as ações integrantes do

Ibovespa, de janeiro a abril de 2006. Seus testes tiveram o objetivo de verificar a presença de retornos anormais nas datas de anúncio da distribuição dos proventos, bem como nas datas próximas às datas de anúncio, numa janela de 11 dias, incluindo a data da divulgação do pagamento dos proventos, para buscar vazamento de informações e para verificar a possibilidade de arbitragem na janela em estudo. De acordo com os autores, os testes realizados consideraram a presença de retornos anormais e acumulados quando o mercado estava operando em níveis diferentes de volatilidade e de sentido de mercado. Além disso, procuraram verificar se os investidores interpretaram e penalizaram o pagamento de dividendos de maneira simétrica às variações do mercado. Os resultados mostraram que os investidores reagem ao receber as informações.

Decourt e Procianoy (2012), em estudo acerca do processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA, realizado mediante o envio de questionário a CFOs, apuraram que a imensa maioria dos executivos acredita que o aumento dos dividendos sinaliza falta de oportunidades de investimentos ou redução de geração de caixa, ou seja, a princípio variações na política de dividendos sinalizam algo negativo. Ainda, segundo esse mesmo estudo, foi apurado que os executivos acreditam que, devido à alta dependência de geração de caixa e lucro líquido para a distribuição de dividendos, mudanças na política de dividendos podem sinalizar para o mercado mudanças nas expectativas da administração em relação a estes elementos no futuro. Esta sinalização é mais forte na redução dos dividendos do que no aumento dos mesmos.

Loss e Sarlo Neto (2003) realizaram estudo visando a avaliar o grau de importância da estrutura financeira das corporações, em especial a política financeira, tendo por base os argumentos teóricos e os estudos empíricos desenvolvidos até então, considerando três enfoques. No primeiro, a hipótese da sinalização, comentam que não se pode afirmar que os resultados fornecem apoio irrefutável ao conteúdo informacional dos dividendos, embora haja uma evidência favorável à ideia de que a administração usa a política de dividendos como um sinal. Com relação ao segundo, a hipótese do agenciamento, citam que os resultados não são conclusivos e que parece haver apoio mais forte à ideia de que os dividendos são utilizados como redutores de conflitos, não sendo, portanto, irrelevantes. Por fim, no que se refere ao terceiro, a hipótese da

preferência tributária e o efeito clientela, os autores destacam que são encontrados resultados mais mesclados, não sendo possível avaliar a sua real relevância.

2.3.2.5 Hipótese do Efeito Clientela

Procianoy e Verdi (2003) testaram a existência do efeito clientela no cenário brasileiro durante os anos de 1989 a 1993, tendo por base empresas com ações negociadas na Bovespa. Seus achados indicam que 47% dos eventos apresentaram um resultado surpreendente, em que o preço da ação no primeiro dia *ex-dividend* foi maior do que na data em que a ação tinha direito de receber dividendos, o que contraria as expectativas do modelo testado e esse comportamento pode ser considerado irracional, já que os investidores estariam pagando mais por uma ação sem direito a dividendos, do que quando esta tinha direito a recebê-lo. Assim, não se confirmou o efeito clientela.

Ainda de acordo o referido estudo de Procianoy e Verdi (2003), as ações pagadoras de maior *dividend yield* tiveram maiores retornos e, ao testarem uma janela de cinco dias após o pagamento dos dividendos, verificaram que os preços das ações encontraram um novo patamar de preços na data *ex-dividend*, mas tenderam a retornar ao preço inicial.

Em outro estudo realizado para o período entre 1996 e 2000, contemplando empresas negociadas na Bovespa, Procianoy e Verdi (2009) também analisaram o efeito clientela em dividendos, e a hipótese de sinalização no mercado brasileiro. Apontam os autores que, da mesma forma que em estudo anteriormente por eles realizados para o período 1989 a 1993, os resultados verificados contrariam o efeito clientela; porém, confirmam a teoria da sinalização, na medida em que foram detectados retornos anormais nos dias próximos do pagamento de dividendos, quando o anúncio foi feito em reunião de Conselho de Administração das empresas.

Procianoy e Kwitko (2007, p. 112-113) analisaram o comportamento das ações de empresas brasileiras e de suas respectivas ADRs listadas na *New York Stock Exchange* (NYSE), em períodos próximos ao 1º dia *ex-dividend*, com a finalidade de avaliar se a diferença de tributação a que esses ativos estão submetidos influencia os seus desempenhos nos dias analisados, para o período

de 1º de Janeiro de 1996 a 18 de Agosto de 2004. Além disso, eles também avaliaram a possibilidade de ocorrência de arbitragem entre os dois papéis ao longo do período objeto do estudo realizado. Na referida análise, eles apontaram:

Os resultados constataram a existência de uma diferença de médias dos retornos destes dois ativos ao nível de significância estatística de 10%, em dois dias ao longo do período de estudo. Este fato indica que, provavelmente, os investidores não estejam aproveitando oportunidades de obterem lucros através do processo de arbitragem. Ficou evidenciado também que as ações locais tiveram um desempenho superior ao de suas respectivas ADRs, em 7 dos 10 dias que antecedem a data do evento, o que sugere que os investidores estão preferindo comprar as ações às ADRs em função de estarem submetidos a uma tributação menos severa no mercado brasileiro quanto ao pagamento de dividendos. Essa tendência se inverte da data do evento, quando as ADRs superaram as ações locais em 2% para a amostra total, significativo ao nível de 0,3%. A análise dos preços confirmou as tendências observadas na análise dos retornos. Evidenciou-se, ainda, que as ADRs são negociadas em média com um prêmio de 2,067% em relação às suas respectivas ações locais, ao longo do período analisado. (Grifo do autor).

Holanda e Coelho (2012) investigaram se características externas à operação da empresa, representativas de efeito clientela, diferenciam marginalmente a política de dividendos de firmas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1998 a 2010. De seus estudos, os autores inferiram que a política de dividendos de firmas brasileiras confirma, de modo parcial, a proposição de Miller e Modigliani (1961) acerca de o efeito clientela influenciar a decisão de dividendos das firmas; ainda, que o impacto do efeito clientela, ademais, é devido a questões associadas à governança corporativa e a mecanismos de financiamento predominantes no mercado financeiro brasileiro.

Os autores destacam que os atributos que implicam e decorrem da concentração de propriedade no País foram os fatores não econômicos que mais afetaram marginalmente a política de distribuição de lucros das empresas investigadas. Ademais, seus achados confirmaram também que tanto a decisão de declarar dividendos quanto o seu montante foram afetados por variáveis operacionais, no caso, geração de caixa, rentabilidade do patrimônio líquido, retorno de mercado e tamanho do ativo, além de adesão a níveis de governança corporativa.

2.3.2.6 A Influência dos Tributos nos Dividendos

Testando a influência da tributação sobre os dividendos na formação do retorno das ações no mercado brasileiro, antes e após as mudanças ocorridas na legislação tributária de 1988 a 1993, Ramos (1997) encontrou resultados no sentido de que os investidores buscam maiores retornos para ações que distribuem mais dividendos quando a tributação destes se dá por alíquotas maiores e, ao contrário, aceitam retornos menores quando a tributação é menor.

Correia e Amaral (2002), confirmando o que fora identificado por Ramos (1997), em análise do relacionamento entre o retorno de mercado das ações de companhias brasileiras negociadas na Bovespa no período de 1994 a 2000 concluíram que o retorno de mercado exigido pelos acionistas para o investimento em ações, no período em que a distribuição de dividendos não é tributada, é menor do que quando há tributação.

Buscando evidências sobre a influência da tributação sobre a distribuição de dividendos no Brasil, Brito, Lima e Silva (2009, p. 62) analisaram as empresas brasileiras não financeiras de capital aberto entre os anos de 1990 a 2003, tendo chegado às seguintes conclusões:

[...] o aumento na distribuição de proventos em dinheiro pelas companhias brasileiras deveu-se a um crescimento na propensão a remunerar os acionistas e não às mudanças de características das empresas. Diferentemente dos EUA, a atual estrutura tributária brasileira favorece a remuneração direta, tornando as empresas mais propensas a tal. Analisando separadamente dividendos e juros sobre o capital próprio, observa-se que os juros sobre o capital próprio tornaram-se o principal mecanismo de distribuição direta. As firmas mais prováveis de remunerar diretamente caracterizam-se como as mais lucrativas, maiores e menos endividadas.

Procianoy (1996), conforme já mencionado, analisou as modificações tributárias havidas entre 1988 e 1989 e seus impactos sobre a tributação incidente sobre os dividendos e sobre ganhos de capital de empresas negociadas na Bovespa no período de 1987 a 1992, tendo identificado que, embora fosse esperado um aumento no *payout* de dividendos após 1989, tal aumento não foi substancial, tendo havido uma sensível redução nesse nível de *payout* em 1992, não explicado por qualquer modificação tributária.

2.3.2.7 Determinantes da Política de Dividendos

Como aspectos determinantes da política de proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio) de empresas brasileiras com ações negociadas na Bovespa entre os anos de 1994 e 2000, Heineberg e Procianoy (2003) verificaram 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 próprio ano.

Segundo referiram Decourt e Procianoy (2012), os executivos de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA consideram que a política de dividendos tem uma forte ligação com a decisão de investimentos, endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa, o que indica que a política de dividendos depende do estágio em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida. Para os executivos, a expectativa futura quanto aos investimentos é apontada como um dos fatores internos mais importantes na decisão quanto à distribuição de dividendos.

Ambrozini (2011, p. 201), utilizando-se de questionário enviado a empresas de capital aberto listadas na Bovespa, pesquisou os fatores que afetam a decisão dos gestores sobre a distribuição de dividendos. Como resultado dessa pesquisa, o autor apurou que, nas decisões de dividendos, os gestores atribuem um maior grau de importância a fatores como: a legislação brasileira, o estatuto social da companhia, a disponibilidade de caixa da empresa para distribuição de lucros, as novas oportunidades de investimentos futuros, o orçamento de capital da empresa para o próximo exercício social e as expectativas de lucros futuros.

Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005, p. 15), ao analisarem uma amostra de empresas de capital aberto cotadas na Bovespa, abrangendo o período de 1986 a 2003, antes e após a implementação do Plano Real, buscaram verificar a existência de sinalização dos dividendos pagos em dinheiro, bem como o impacto do processo de estabilização e das mudanças na política tributária sobre a distribuição de dividendos. Nesse estudo:

[...] foi possível estabelecer relações de longo prazo entre a política de dividendos e as variáveis explicativas consideradas, em geral os dividendos são maiores com o tamanho da empresa, medida com o lucro bruto, e quando o índice de endividamento financeiro (considerando contas de curto e longo prazo) é menor. Características que são consistentes com as hipóteses de custos de agência e assimetria de informações. [...] foi possível estabelecer alguma evidência em favor da hipótese de sinalização de informações através de mudanças na distribuição de dividendos. [...] entre 12 a 18 % dos casos as empresas utilizariam as mudanças na distribuição de dividendos como sinalização de variações nos futuros lucros das empresas, evidenciando assim a importância das assimetrias de informação entre gestores e *stakeholders* e das práticas de governança corporativa que visam uma maior transparência. Também, foi verificado o efeito negativo da política tributária no pagamento de dividendos nos períodos em que estes eram tributados em maior proporção do que os ganhos de capital. E quanto ao período do Plano Real, este tem influenciado em um maior índice de *payout* pelas empresas, estatisticamente superior ao mínimo de 25% dos lucros.

Em outro estudo, versando sobre o impacto da assimetria de informações e o pagamento de dividendos por empresas de capital aberto cotadas na Bovespa, no período de 2000 a 2004, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) constataram que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta com as possibilidades de crescimento, o porte, o resultado de caixa, a diminuição do endividamento da empresa e a adesão da empresa aos níveis de governança.

Nesse mesmo estudo, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) também chegaram à conclusão de que empresas com menor assimetria de informações pagam menores proventos, o que é consistente com a hipótese de sinalização. Ademais, segundo eles, foi constatada uma relação negativa do pagamento de proventos com as oportunidades de crescimento e positiva com o fluxo de caixa, como previsto pela hipótese de hierarquia das fontes. Ainda, de acordo com esse estudo, após o controle da assimetria de informações, a concentração de propriedade pelo controlador (*insider*) apresentou uma relação negativa com a política de proventos, contradizendo a teoria de custos de agência.

Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) estudaram a relação entre informação assimétrica e política de dividendos das empresas de capital aberto com ações mais negociadas na Bovespa. Nesse trabalho, que abrangeu o período de 2000 a 2008, os autores dividiram o mercado acionário brasileiro em dois segmentos, quais sejam o Novo Mercado, formado por empresas

pertencentes ao Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2 e composto por empresas com práticas de governança corporativa adicionais àquelas exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM); e o mercado tradicional, formado por empresas que não aderiram ao Novo Mercado.

Os autores, nesse estudo, objetivaram verificar se o Novo Mercado trouxe atribuições positivas ao mercado acionário nacional, ou seja, testar se de fato a criação do Novo Mercado diminuiu o distanciamento entre os acionistas e as empresas, de forma que a assimetria de informação também fosse reduzida. Para tanto, calcularam o retorno anormal do mercado acionário às omissões e iniciações das políticas de dividendos, tendo como justificativa o fato de que muitos trabalhos sobre o tema utilizam retornos anormais como aproximação da informação assimétrica. Como resultado desses trabalhos, Moreiras, Tambosi Filho e Garcia (2012) constataram que todos os testes realizados apontaram para a mesma conclusão, qual seja a de que o mercado tradicional possui uma política de dividendos mais engessada do que a do Novo Mercado, além de confirmarem a teoria de que o mercado com práticas adicionais de governança (Novo Mercado) apresenta menor assimetria de informação e, conseqüentemente, sua política de distribuição de lucros é mais flexível.

Ao testarem empresas listadas na Bovespa para o período de dezembro de 1997 a dezembro de 2004, Ferreira Júnior, Nakamura e Martin (2010) encontraram evidências de uma relação positiva com a teoria da relevância dos dividendos, evidenciada por Lintner e pela Teoria de Agência; esta última, confirmando estudos que citaram, segundo os quais firmas com boas oportunidades de crescimento tenderão a pagar menos dividendos, e firmas maiores tenderão a pagar menos dividendos, sob a hipótese de que enfrentarão menor restrição de acesso ao financiamento bancário, bem como menores custos no caso de uma eventual emissão.

Medeiros e Daher (2008) realizaram estudos acerca da estrutura de capital de empresas não financeiras listadas na BOVESPA e SOMA, no período de 1995 a 2002, buscando estabelecer, entre as teorias *Static Tradeoff* e *Pecking Order*, qual delas possui maior poder explanatório na determinação da estrutura de capital. Como resultado de seus testes, os autores encontraram uma relação positiva entre os dividendos e a variação no endividamento, o que, segundo eles, é contrário à ideia de que os dividendos poderiam substituir o

endividamento na resolução de conflitos de agência. Ademais, concluíram que a interpretação do sinal da variável que mediu o fluxo de caixa livre é a mesma que foi dada à variável 'lucratividade', fortalecendo a POT (*Pecking Order Theory*) ao mesmo tempo que enfraqueceu a STT (*Static Tradeoff Theory*).

Mota e Eid Júnior (2010, p. 15), em seus estudos sobre a política de dividendos de empresas listadas na Bovespa, no período de 2000 a 2005, descobriram padrões praticados pelos gestores em relação a essa política, os quais se transcreve a seguir:

- realizar uma política estável de distribuição de dividendos;
- distribuir dividendos quando houver resultados razoavelmente estáveis que os sustentem a médio e longo prazo, quando a empresa não tiver boas oportunidades de investimento e não estiver muito endividada;
- sempre que houver condições propícias, distribuir dividendos, pois isso pode ser uma fonte de criação de valor para a empresa;
- utilizar toda a disponibilidade de JSCP antes de se utilizar os dividendos;
- empresas mais preocupadas com a governança corporativa distribuem uma parcela maior de seus lucros aos acionistas, para assegurar ao mercado que não expropriam os acionistas minoritários, e preferem os dividendos/JSCP às recompras de ações, pois são mais eficientes;
- as recompras de ações podem ser utilizadas como complemento aos dividendos quando as ações da empresa possuírem liquidez e o resultado a ser distribuído não for sustentável a médio ou longo prazo.

2.4 CONSTITUIÇÃO DE RESERVAS E RETENÇÃO DE LUCROS NAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

No Brasil, os lucros apurados em cada exercício social e que não forem destinados à constituição de reservas e retenções de lucros, devem ser distribuídos como dividendos (ar. 202, § 6º da Lei nº 6.404, de 1976). Essas reservas e retenções de lucros, exceto a Reserva de Lucros a Realizar (RLR), que será tratada na seção 2.5 adiante, são assim reguladas pela Lei nº 6.404 (1976):

- a) *Reserva Legal*: do lucro líquido do exercício, 5% (cinco por cento) serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, na constituição da reserva legal, que não excederá de 20% (vinte por cento) do capital social; a companhia poderá deixar de constituir a reserva legal

no exercício em que o saldo dessa reserva, acrescido do montante das reservas de capital de que trata o § 1º do art. 182⁹, exceder de 30 % (trinta por cento) do capital social; a reserva legal tem por fim assegurar a integridade do capital e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar o capital (art. 193);

- b) *Reservas Estatutárias*: o estatuto poderá criar reservas desde que, para cada uma indique, de modo preciso e completo, a sua finalidade, fixe os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição, e estabeleça o limite máximo da reserva (art. 194);
- c) *Reservas para Contingências*: a assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, destinar parte do lucro líquido à formação de reserva com a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável, cujo valor possa ser estimado; a proposta dos órgãos da administração deverá indicar a causa da perda prevista e justificar, com as razões de prudência que a recomendem, a constituição da reserva; a reserva será revertida no exercício em que deixarem de existir as razões que justificaram a sua constituição ou em que ocorrer a perda (art. 195);
- d) *Reserva de Incentivos Fiscais*: a assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar para a reserva de incentivos fiscais a parcela do lucro líquido decorrente de doações ou subvenções governamentais para investimentos, que poderá ser excluída da base de cálculo do dividendo obrigatório (inciso I do caput do art. 202 desta Lei) (art. 195-A);
- e) *Retenção de Lucros*: a assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos da administração, deliberar reter parcela do lucro líquido do exercício prevista em orçamento de capital por ela previamente aprovado; o orçamento, submetido pelos órgãos da administração

⁹ O § 1º do art. 182 da Lei nº 6.404, de 1976, trata das seguintes reservas: a) a contribuição do subscritor de ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social, inclusive nos casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias; e b) o produto da alienação de partes beneficiárias e bônus de subscrição.

com a justificação da retenção de lucros proposta, deverá compreender todas as fontes de recursos e aplicações de capital, fixo ou circulante, e poderá ter a duração de até 5 (cinco) exercícios, salvo no caso de execução, por prazo maior, de projeto de investimento; o orçamento poderá ser aprovado pela assembleia-geral ordinária que deliberar sobre o balanço do exercício e revisado anualmente, quando tiver duração superior a um exercício social (art. 196);

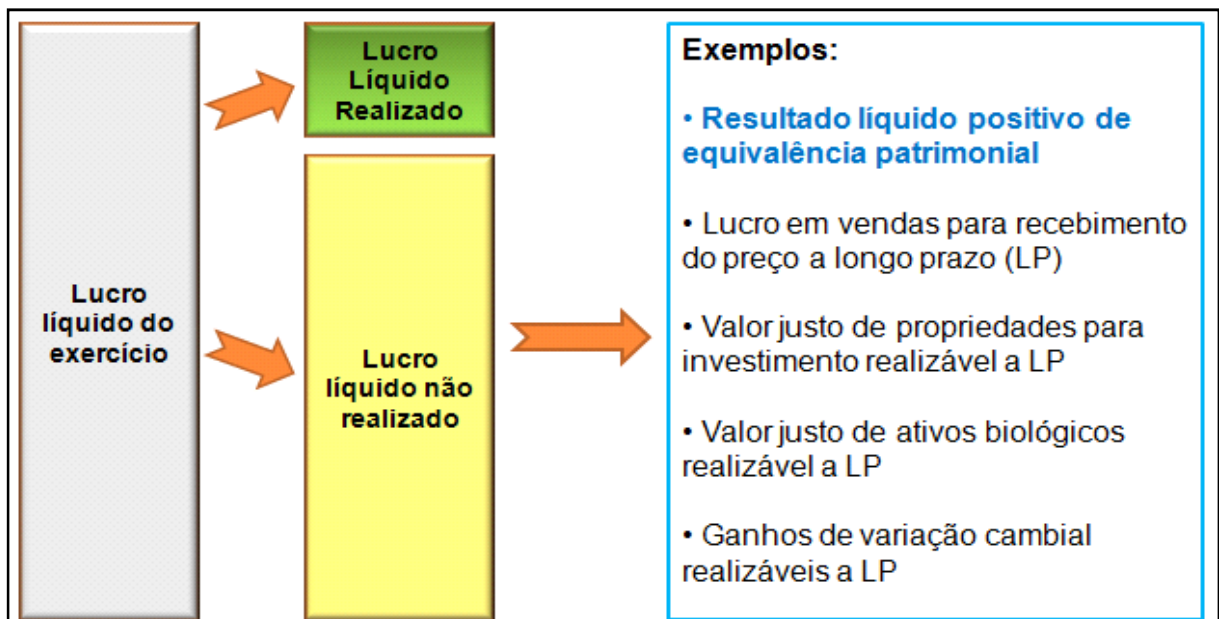
- f) a destinação dos lucros para constituição das reservas de que trata o artigo 194 e a retenção nos termos do artigo 196 não poderão ser aprovadas, em cada exercício, em prejuízo da distribuição do dividendo obrigatório (artigo 202) (art. 198);
- g) *Limite do Saldo das Reservas de Lucro*: o saldo das reservas de lucros, exceto as para contingências, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, não poderá ultrapassar o capital social. Atingido esse limite, a assembleia deliberará sobre aplicação do excesso na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos (art. 199);
- h) *Reserva de Capital*: as reservas de capital somente poderão ser utilizadas para absorção de prejuízos que ultrapassarem os lucros acumulados e as reservas de lucros (artigo 189, parágrafo único), para resgate, reembolso ou compra de ações, para resgate de partes beneficiárias, para incorporação ao capital social e para pagamento de dividendo a ações preferenciais, quando essa vantagem lhes for assegurada (artigo 17, § 5º), sendo que a reserva constituída com o produto da venda de partes beneficiárias poderá ser destinada ao resgate desses títulos (art. 200).

No próximo item se discorre acerca da origem e limites de constituição da RLR, disposições da lei societária a seu respeito, bem como sobre os lucros e ganhos que podem ser considerados na sua constituição e as formas de realização da RLR.

2.5 RESERVA DE LUCROS A REALIZAR

Partindo do lucro líquido do exercício, a Figura 1 apresenta o pressuposto básico para a constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR), qual seja a existência de lucro líquido no exercício e de lucros não realizados financeiramente.

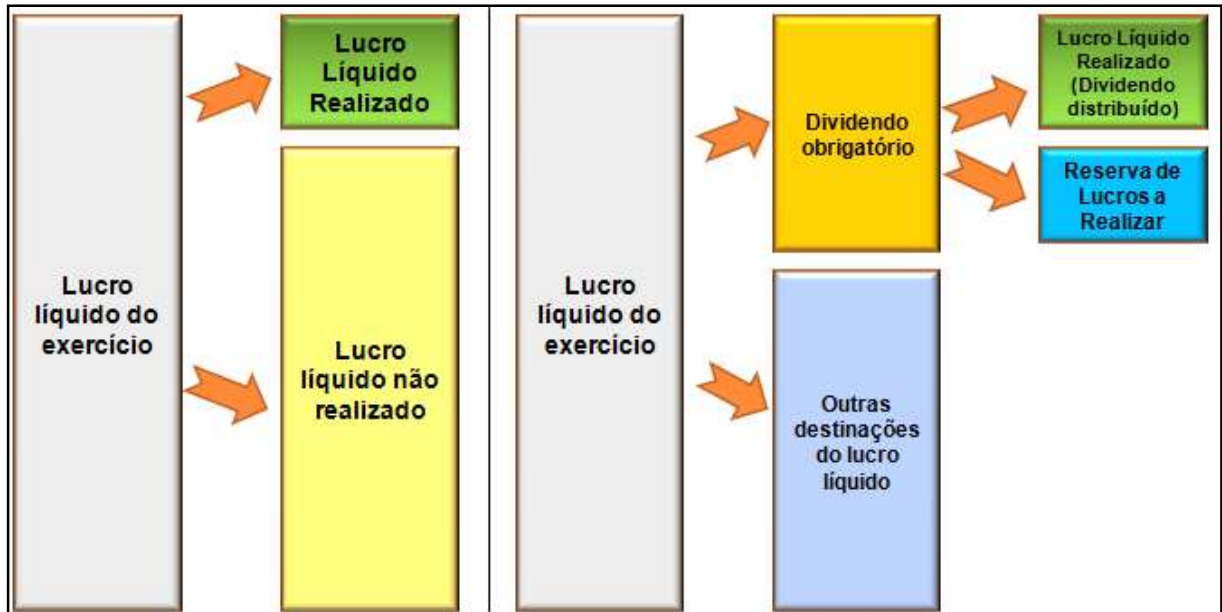
Figura 1 - Lucros não realizados para fins da Reserva de Lucros a Realizar (RLR)



Fonte: Elaborado pelo autor

Na Figura 2 se demonstra a origem e os limites de constituição da RLR. Partindo-se do lucro líquido do exercício, a RLR terá como limite máximo o montante do dividendo obrigatório que corresponder à parcela do lucro líquido do exercício que não tiver sido realizada financeiramente. Significa dizer que na hipótese do lucro líquido do exercício não realizado ultrapassar o valor do dividendo obrigatório, a RLR terá como limite máximo o montante total do dividendo obrigatório.

Figura 2 - Origem da Reserva de Lucros a Realizar (RLR)



Fonte: Elaborado pelo autor

2.5.1 Disposições da Lei das Sociedades Anônimas (Lei nº 6.404, de 1976) sobre a Reserva de Lucros a Realizar

As regras de constituição e reversão da RLR foram estabelecidas pelos arts. 197 e 202 da Lei nº 6.404 (1976), os quais dispõem da seguinte forma:

- a) no exercício em que o montante do dividendo obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do artigo 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, a assembleia geral poderá, por proposta dos órgãos de administração, destinar o excesso à constituição de RLR (art. 197, *caput*);
- b) para efeitos da letra “a” supra, considera-se realizada a parcela do lucro líquido do exercício que exceder da soma dos seguintes valores: o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial (art. 248); e o lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativo e passivo pelo valor de mercado, cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte (art. 197, § 1º);
- c) a RLR somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório e, para efeito do inciso III do art. 202 (alínea “d” abaixo), serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar

de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro art. 197, § 2º);

- d) os lucros registrados na RLR, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização (art. 202, inciso III).

Dessas normas da Lei nº 6.404 (1976), depreende-se que o objetivo maior do legislador foi o de permitir que as empresas retenham, total ou parcialmente, o dividendo obrigatório cuja origem corresponda à parcela do lucro líquido não realizando financeiramente.

2.5.2 Constituição da Reserva de Lucros a Realizar

2.5.2.1 Ganhos Cambiais como Lucros a Realizar

Iudícibus et al. (2010, p. 353), referindo-se às rubricas que se constituem em lucros não realizados para efeitos de constituição da RLR, asseverou:

[...]

c) INCLUSÃO DE GANHOS CAMBIAIS COMO LUCROS REALIZAR

O Parecer de Orientação CVM nº 13/87, item 4, e a Exposição Justificada de Motivos do então Projeto de Lei nº 6.404/76 dão suporte para a inclusão dos resultados positivos auferidos com variações cambiais no rol das previsões de lucros a realizar. A esse respeito, as Superintendências de Relações com Empresas e de Normas Contábeis e Auditoria da CVM, ao expedirem o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP/nº 01/06, documento que orienta as companhias abertas e seus auditores independentes na elaboração das demonstrações contábeis no encerramento do exercício social, manifestaram seu entendimento nesse sentido no item 26.5, Efeito no Cálculo dos Dividendos Obrigatórios Decorrentes do Tratamento Contábil dos Ganhos Cambiais da CVM.

A inclusão dos ganhos de variação cambial realizáveis a longo prazo entre as receitas sobre as quais pode ser constituída a RLR está alinhada com o espírito da lei societária, uma vez que tais receitas estão relacionadas a ativos ou passivos em moedas estrangeiras cuja transformação em caixa somente se dará quando da liquidação dos correspondentes contratos.

2.5.2.2 Resultado Líquido Positivo de Equivalência Patrimonial

De acordo com Ludícibus et al. (2010, p. 353):

[...]

d) AUMENTO DO VALOR DO INVESTIMENTO EM COLIGADAS E CONTROLADAS

Quando o investimento em coligadas e controladas for avaliado pelo patrimônio líquido da coligada ou controlada, equivalente à participação societária da companhia, for superior ao valor do investimento, essa diferença deverá ser registrada como um aumento valor do investimento, creditando-se a conta de resultado de equivalência patrimonial, aumentando o lucro do exercício. Esse acréscimo ao lucro do exercício não representa um lucro realizado financeiramente e, portanto, poderá ser destinado para a formação da RLR.

A Lei nº 6.404 (1976), em seu artigo 248, determina que, no balanço patrimonial da companhia, os investimentos em coligadas ou em controladas e em outras sociedades que façam parte de um mesmo grupo ou estejam sob controle comum serão avaliados pelo método de equivalência patrimonial. Ainda de acordo com o art. 243 dessa mesma lei, conforme alterado, são coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa, considerando-se que há influência significativa quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la. Segundo este mesmo artigo da lei citada, presume-se que há influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.

De acordo com interpretação da CVM, dada por meio do Parecer de Orientação CVM nº 24, de 1992, a constituição da reserva de lucros a realizar, com a utilização do resultado líquido da equivalência patrimonial, contempla os resultados positivos e negativos, só existindo lucro a realizar quando este resultado líquido é positivo. Ainda conforme esse parecer da CVM, essa compensação entre resultados positivos e negativos não pode ser feita automaticamente, pois desde que feita, há o risco de se compensar prejuízos que poderiam ser deduzidos de reservas existentes no próprio patrimônio das investidas. Ressalta a CVM no referido parecer que, dito em outras palavras, só é admissível a compensação de prejuízos e decréscimos patrimoniais entre os patrimônios das investidas, desde que a investida geradora dos prejuízos não

tenha, em sua composição patrimonial, quaisquer reservas de capital ou de lucros passíveis de compensação com os prejuízos.

2.5.2.3 Lucro em Vendas e Lucro, Rendimento ou Ganho Líquidos em Operações ou Contabilização de Ativos e Passivos a Valor de Mercado Realizáveis a Longo Prazo

Tratando dos valores que se constituem em lucros não realizados para efeitos de constituição da RLR, assim dispôs Ludícibus et al. (2010, p. 353):

[...]

e) LUCRO EM VENDAS A PRAZO E LUCRO, RENDIMENTO OU GANHO LÍQUIDOS EM OPERAÇÕES OU CONTABILIZAÇÃO DE ATIVOS E PASSIVOS A VALOR DE MERCADO REALIZÁVEIS FINANCEIRAMENTE A LONGO PRAZO

O lucro auferido em vendas a prazo, assim como o lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativos e passivos avaliados a valor justo, cuja realização financeira ocorrerá após o término do exercício seguinte, poderão ser segregados também nessa conta de RLR, pois ocasionam o aumento do resultado do exercício, sem o respectivo ingresso de recursos financeiros, e, portanto, apenas estarão disponíveis para serem distribuídos como dividendos em períodos futuros.

Em relação aos lucros em vendas a prazo realizável após o término do exercício seguinte, cabe referir que a CVM, em seu Parecer de Orientação CVM nº 24, de 1992, esclareceu que se costuma entender como “lucro” o valor do lucro bruto, semelhante ao conceito utilizado na equivalência patrimonial e na consolidação, quando da eliminação de resultados não realizados. Quando a venda é para recebimento em várias parcelas, considera-se o lucro total da operação distribuído pelas parcelas, proporcionalmente ao valor de cada uma delas. Ainda de acordo com o referido ato da CVM, incluem-se neste rol de lucro a receber a longo prazo quaisquer resultados apropriados por regime de competência, a serem recebidos após o exercício social seguinte, como é o caso de receitas financeiras durante períodos de carência.

Dentre os resultados não realizados em função da contabilização pelo valor justo, está o decorrente da avaliação dos ativos biológicos e produtos agrícolas nos termos previstos na Deliberação CVM nº 596/2009, que aprovou o

Pronunciamento Técnico CPC 29 – Ativo Biológico e Produto Agrícola. Segundo os itens 26 e 27 dessa Deliberação CVM 596/2009:

Ganhos e perdas:

26. O ganho ou a perda proveniente da mudança no valor justo menos a despesa de venda de ativo biológico reconhecido no momento inicial até o final de cada período deve ser incluído resultado do exercício em que tiver origem.

27. A perda pode ocorrer no reconhecimento inicial de ativo biológico porque as despesas de venda são deduzidas na determinação do valor justo. O ganho pode originar-se no reconhecimento inicial de ativo biológico, como quando ocorre o nascimento de bezerro.

Outro exemplo de ganho relacionado à avaliação de ativos pelo valor justo é o caso dos bens classificados como propriedades para investimento de que trata a Deliberação CVM nº 584 (2009), que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 28 (Propriedade para Investimento). O item 8 dessa deliberação dá os seguintes exemplos de propriedades para investimento:

- a) terrenos mantidos para valorização de capital a longo prazo e não para venda a curto prazo no curso ordinário dos negócios;
- b) terrenos mantidos para futuro uso correntemente indeterminado (se a entidade não tiver determinado que usará o terreno como propriedade ocupada pelo proprietário ou para venda a curto prazo no curso ordinário do negócio, o terreno é considerado como mantido para valorização do capital);
- c) edifício que seja propriedade da entidade (ou mantido pela entidade em arrendamento financeiro) e que seja arrendado sob um ou mais arrendamentos operacionais;
- d) edifício que esteja desocupado, mas mantido para ser arrendado sob um ou mais arrendamentos operacionais;
- e) propriedade que esteja sendo construída ou desenvolvida para futura utilização como propriedade para investimento.

O valor justo de uma propriedade para investimento é o valor pelo qual um ativo pode ser negociado entre partes interessadas, conhecedoras do negócio e independentes entre si, com ausência de fatores que pressionem para a liquidação da transação ou que caracterizem uma transação compulsória, sendo que o ganho ou a perda proveniente de alteração no valor justo de propriedade para investimento deve ser reconhecido no resultado do período em que ocorra (Deliberação CVM 584/2009, itens 5 e 35).

Martins (2010, p. 838-839), ao comentar o art. 197 da Lei nº 6.404 (1976), que trata da RLR, assim se manifestou:

Notas do Atualizador

(1) [...]

De se lembrar, pela lição do Mestre Fran Martins, que os lucros a realizar são compostos daquelas parcelas dos lucros que não se materializaram de imediato. Em face da extinção da correção monetária dos balanços, este efeito se verifica basicamente em razão do regime contábil de competência, adotado pela lei societária, através do qual “as receitas e despesas não se consideram realizadas em função de efetiva entrada ou saída de Caixa, mas no momento em que nasce o direito ao recebimento da receita ou a obrigação de pagar despesa” (vide nota 663 do autor).

Em relação a essa questão – regime de competência, convém alertar que o Pronunciamento Técnico CPC n° 30 estipula que a receita proveniente da venda de bens deve ser reconhecida quando forem satisfeitas todas as seguintes condições:

- a) a entidade tenha transferido para o comprador os riscos e benefícios mais significativos inerentes à propriedade dos bens;*
- b) a entidade não mantenha envolvimento continuado na gestão dos bens vendidos em grau normalmente associado à propriedade nem efetivo controle de tais bens;*
- c) o valor da receita possa ser confiavelmente mensurado;*
- d) for provável que os benefícios econômicos associados à transação fluirão para a entidade; e*
- e) as despesas incorridas ou a serem incorridas, referentes à transação, possam ser confiavelmente mensuradas.*

Segundo o referido Pronunciamento, a avaliação do momento em que a entidade transfere os riscos e benefícios significativos da propriedade para o comprador exige o exame das circunstâncias da transação. Na maior parte dos casos a transferência dos riscos e dos benefícios inerentes à propriedade coincide com a transferência da titularidade legal ou da transferência da posse do ativo para o comprador. Tais casos são típicos das vendas a varejo. Em outros casos, porém, a transferência dos riscos e benefícios ocorre em momento diferente da transferência da titularidade legal ou da transferência da posse do ativo. (Grifo do autor).

2.5.3 Reversão da Reserva de Lucros a Realizar

2.5.3.1 Apuração do Montante Realizado da RLR

Com relação à determinação da parcela realizada da RLR em cada exercício social, assim comentou Iudícibus et al. (2010, p. 355-356):

[...]

g) REVERSÃO DA RESERVA DE LUCROS A REALIZAR

De acordo com o inciso III do art. 202 da Lei n° 6.404/76, alterado pela Lei n° 10.303,01, “os lucros registrados na Reserva de Lucros a Realizar, quando realizados e se não tiverem sido absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão

ser acrescidos ao primeiro dividendo declarado após a realização". Por essa razão, tais valores deverão, à medida de sua realização financeira, ser imediatamente adicionados aos primeiros dividendos que forem declarados em momento posterior à realização financeira.

Assim, a parcela realizada da Reserva de Lucros a Realizar será transferida para a conta de Lucros Acumulados e daí diretamente para dividendos a pagar. Ou seja, adiciona-se a parcela da Reserva de Lucros a Realizar que for realizada.

No que diz respeito à parcela de Lucros a Receber a Longo Prazo e o Ganho com Variação Cambial, não haverá muito problema. Se a constituição se deu por valores de lucros contidos em contas a receber ou aumentos de ativos em moeda estrangeira também realizáveis em exercício posterior ao próximo, bastará que tais direitos caiam dentro do valor a receber ou a realizar no próximo exercício, para serem adicionados aos dividendos. [...].

Quando o lucro a realizar é decorrente da receita de equivalência patrimonial, sua realização se dará quando a companhia receber dividendos desses investimentos ou, então, quando aliená-los ou baixá-los, o que ocorrer primeiro. Já nos casos de lucro, rendimento ou ganho líquidos provenientes da avaliação de ativos e passivos a valor de mercado, a realização ocorrerá à medida que tais ativos e passivos forem realizados, ou transferidos para o ativo circulante.

Entretanto, é importante lembrar, mais uma vez, que a criação da Reserva de Lucros a Realizar é optativa. As empresas que possuem recursos para pagar os dividendos podem pagá-los e não constituir a Reserva.

Além do recebimento de lucros e dividendos, baixa, alienação ou perecimento do investimento, vale sublinhar que a o Parecer de Orientação CVM nº 24, de 1992, reportando-se à Instrução CVM nº 01/78, refere que a companhia deve reverter a correspondente parcela da Reserva de Lucros a Realizar sempre que houver aumento de capital, na coligada ou na controlada, decorrente da incorporação de lucros ou de reservas de lucros. Esta disposição, segundo afirma a CVM, tem como objetivo a proteção ao acionista minoritário da controladora ou da investidora, evitando que, em virtude da capitalização, na controlada ou na coligada, da totalidade dos lucros apurados, não sejam distribuídos os dividendos obrigatórios a que o acionista da controladora ou da investidora tem direito de receber.

Outro ponto importante a destacar diz respeito ao critério de realização a ser adotado quando há mais de uma modalidade de lucros que serviram ou que poderiam ter servido de base à constituição da RLR. Das disposições constantes do Parecer de Orientação CVM nº 24, de 1992, depreende-se que, ainda que a constituição da RLR não tenha sido feita sobre todas as modalidades possíveis

de lucros não realizáveis, se a companhia dispõe de recursos suficientes para pagamento de qualquer parcela do dividendo obrigatório que foi postergado, recursos estes provenientes da realização de qualquer das modalidades de lucros a realizar, ela deverá fazê-lo, não importando se a realização for pelo recebimento de recursos relativos a vendas a longo prazo, recebimento de dividendos de coligadas ou controladas, etc.

Por fim, é de se observar que a CVM, por intermédio do Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP nº 01/2007, em seu item 26.3, asseverou que, a partir da vigência da Lei nº 10.303/01, os montantes destinados para a constituição da Reserva de Lucros a Realizar passam a representar o próprio dividendo postergado e não mais sua base para realização. Em função dessas características diferenciadas, ainda de acordo com esse mesmo ato da CVM, deve haver adequada segregação dos montantes que compõem os saldos da Reserva de Lucros a Realizar constituídos antes e após a vigência da referida lei, conforme exemplifica esse órgão nesse mesmo ofício-circular.

3 METODOLOGIA

3.1 INTRODUÇÃO, JUSTIFICATIVA DO MODELO DE REGRESSÃO E VARIÁVEL A EXPLICAR

Na seção 1.3 precedente, foram estabelecidos os objetivos do presente estudo, os quais, em sua maioria, decorrem diretamente da questão problema, que é a identificação dos fatores de natureza financeira determinantes da constituição da Reserva de Lucros a Realizar (RLR) por empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Sendo a RLR uma das formas de retenção de lucros, mais especificamente do dividendo obrigatório, e mesmo sendo esta constituição opcional, espera-se que os fatores de natureza financeira que influenciam na sua constituição tenham estreita correlação com a política de distribuição de dividendos das empresas.

O presente estudo requer que se identifiquem, no universo das empresas integrantes da população a ser analisada, as empresas que constituíram RLR e aquelas que poderiam tê-la constituído (de acordo com as informações constantes em suas Demonstrações Financeiras) e não o fizeram, a fim de testar o poder de predição da influência dos fatores de natureza financeira na constituição da RLR.

Para testar o poder de influência dos citados determinantes na constituição da RLR, utilizar-se-á a ferramenta estatística de Regressão Logística, pois a principal característica do problema de pesquisa é que os fatores determinantes (as variáveis explicativas do modelo a ser proposto) explicarão uma variável dependente (constituição ou não da RLR) que tem característica dicotômica (binária).

A utilização dessa ferramenta é consubstanciada no fato de que a Regressão Logística se caracteriza como uma técnica estatística que nos permite estimar a probabilidade de ocorrência de determinado evento em face de um conjunto de variáveis explanatórias, além de auxiliar na classificação de objetos ou casos (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 284). De fato, conforme Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 283), tratando de Regressão Logística, existem algumas particularidades que a distinguem dos demais

modelos de regressão. A principal delas é o fato de a variável dependente (no caso ora sob estudo, a RLR) ser dicotômica. Isso exige que o resultado da análise possibilite associações a certas categorias, tais como positivo ou negativo, aceitar ou rejeitar.

Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 282) também registram que, além de possibilitar a classificação de fenômenos ou indivíduos em categorias específicas, a Regressão Logística tem ainda por objetivo estimar a probabilidade de ocorrência de determinado evento ou de que um fenômeno venha a se enquadrar nessa ou naquela categoria. Em outras palavras, os resultados da variável dependente devem permitir interpretações em termos de probabilidade e não relação direta entre variáveis.

Brito e Assaf Neto (2008) utilizaram a técnica estatística da Regressão Logística para criar um modelo de risco de crédito. Para esses autores, o objetivo da utilização da regressão logística é gerar uma função matemática cuja resposta permita estabelecer a probabilidade de uma observação pertencer a um grupo previamente determinado, em razão do comportamento de um conjunto de variáveis independentes. Os coeficientes estimados pelo modelo de regressão indicam a importância de cada variável independente para a ocorrência do evento.

Ainda a título de exemplo, cabe referir que Holanda e Coelho (2012), em seus estudos sobre as características externas à operação da empresa, representativas de efeito clientela, diferenciam marginalmente a política de dividendos de firmas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 1998 a 2010, também utilizaram a regressão logística.

De acordo com o resultado do estudo feito por Diehl et al. (2010) acerca das metodologias empregadas em artigos de finanças sobre dividendos nos periódicos brasileiros QUALIS/CAPES a partir de B2, 75% dos 28 artigos técnicos analisados se referem a estudos sob a óptica empírica e, quanto às técnicas estatísticas de análise de dados, 39,3% deles utilizaram a ferramenta da regressão. Isso sinaliza a importância da utilização das regressões como forma de criar modelos preditivos, além de reforçar a utilidade dessa ferramenta para a robustez dos resultados do presente estudo.

Por meio do modelo de Regressão Logística a ser desenvolvido no presente estudo, portanto, busca-se estabelecer um modelo capaz de prever a

probabilidade de ocorrência do evento (a constituição da RLR), ou seja, a variável dependente será categórica e binária, podendo assumir dois valores possíveis, quais sejam:

- a) 1 (um), quando for constituída a RLR; e
- b) 0 (zero), quando não ocorrer a constituição da RLR, mesmo que isso fosse possível diante do preenchimento dos pressupostos legais aplicáveis.

Conforme se viu na seção 2.5.2, a apuração do montante da variável dependente RLR, passível de constituição pelas empresas, requer a presença das seguintes situações:

- a) *lucro líquido no exercício*: esse item é essencial, pois somente se pode constituir RLR pelo montante que o dividendo mínimo obrigatório ultrapassar a parcela financeiramente realizada do lucro líquido do exercício, observados os requisitos legais aplicáveis;
- b) *ganhos cambiais não realizados financeiramente*: esses ganhos correspondem a receitas de variações cambiais de ativos e passivos em moeda estrangeira que integram o lucro líquido do exercício e, por não terem se realizado financeiramente, devem deste ser excluídos para se chegar à parcela realizada do lucro líquido do exercício;
- c) *aumentos no valor de investimentos em coligadas e controladas não realizados financeiramente*: da mesma forma que os ganhos cambiais não realizados, as receitas relativas ao resultado líquido positivo da equivalência patrimonial, as quais decorrem de aumento no valor desses investimentos, também devem ser deduzidas do lucro líquido para que se obtenha a parcela realizada do lucro líquido do exercício;
- d) *lucro em vendas e lucro, rendimento ou ganho líquidos em operações ou contabilização de ativos e passivos a valor de mercado realizáveis a longo prazo*: com o mesmo objetivo de se chegar à parcela realizado do lucro líquido do exercício, deve-se subtrair deste esses lucros, rendimentos e ganhos que somente ser realizarão após o término do exercício social subsequente.

No modelo matemático da Regressão Logística, efetua-se uma transformação logística na variável dependente (no caso ora sob estudo, a RLR),

convertendo-se esta numa razão de chance e, depois, transformando-a numa variável de base logarítmica, sendo que essa transformação é feita com a adoção do método da máxima verossimilhança. A conversão da variável dependente em razão de chance é dada pela seguinte fórmula (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 285):

$$\text{Razão de chance} = \frac{P(\text{sucesso})}{1 - P(\text{sucesso})} \quad (1)$$

em que:

P = probabilidade de o evento ocorrer; e

$1 - P$ = probabilidade de o evento não ocorrer.

O passo seguinte é obter o logaritmo natural da razão de chance, conforme segue (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 285):

$$\ln \left(\frac{P}{1-P} \right) = b_0 + b_1 X_{1i} + b_2 X_{2i} + \dots + b_k X_{ki} \quad (2)$$

Sendo:

\ln = logaritmo natural da razão de chance;

$b_0; b_1; b_2; \dots b_k$ = Coeficientes estimados, que expressam mudanças no log (logaritmo natural) da razão de chance; e

$X_{1i}; X_{2i}; X_{ki}$ = variáveis independentes.

Uma vez que o modelo logístico tenha sido ajustado a um conjunto de dados, a razão de chance estimada pode ser obtida com relativa facilidade. Para tanto, basta elevar a constante matemática e (base dos logaritmos naturais, com valor aproximado de 2,7182...) ao expoente composto dos coeficientes estimados, como se observa a seguir (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 286):

$$\left(\frac{P(\text{sucesso})}{1 - P(\text{sucesso})} \right) = e^{(b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_k X_k + X_{ki})} \quad (3)$$

Assim, se a razão de chance estiver devidamente estimada, chaga-se ao objetivo final, que é identificar a probabilidade associada à ocorrência de determinado evento. Valendo-se do próprio conceito de chance a baseando-se

na fórmula acima, obtém-se a seguinte equação (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 286):

$$P(\text{evento}) = \frac{e^{(b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_k X_{ki})}}{1 + e^{(b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_k X_{ki})}} \quad (4)$$

Simplificando-se um pouco mais, a equação logística assumiria o seguinte formato (CORRAR; PAULO; DIAS FILHO, 2011, p. 286):

$$P(\text{evento}) = \frac{1}{1 + e^{-(b_0 + b_1 X_1 + b_2 X_2 + \dots + b_k X_{ki})}} \quad (5)$$

No presente estudo, nos cálculos e testes estatísticos para se chegar ao modelo de regressão final que visa a calcular a probabilidade de ocorrência do evento e dos coeficientes da regressão, optou-se por utilizar o software da IBM®, denominado SPSS®.

3.2 CONSTRUÇÃO DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

Dos estudos empíricos constantes da seção 2.3.2, contemplando empresas de capital aberto no Brasil, extraiu-se aqueles que se comenta a seguir, os quais apontam fatores de natureza financeira que podem influenciar a política de distribuição de dividendos.

Com efeito, Brito e Silva (2005), por exemplo, concluíram que empresas com maior lucratividade são as que destinam maior parcela de dividendos para remunerar os acionistas.

Nossa, Nossa e Teixeira (2007) também encontraram evidências de que as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas do que as empresas que não distribuem dividendos, além de que o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao ROA - Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido, dividido pelo Ativo Total), que mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis. A utilização do ROA, segundo esses mesmos autores, foi adotada por vários outros autores por eles citados,

como indicador de eficiência das empresas, dado o ativo de que dispõem para gerar lucro líquido.

Para Futema, Basso e Kayo (2009), a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade da empresa e negativamente com o investimento em seus projetos internos.

Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005), entre outras conclusões, constataram que, em geral, os dividendos são maiores quando o índice de endividamento financeiro (considerando contas de curto e longo prazo) é menor.

Em outro estudo, Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006) apuraram, entre outros aspectos, que a probabilidade de pagamento de proventos aumenta com o resultado de caixa e a diminuição do endividamento da empresa.

Segundo referiram Decourt e Procianoy (2012), os executivos de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA consideram que a política de dividendos tem uma forte ligação com a decisão de investimentos, endividamento da empresa e estabilidade da geração de caixa, o que indica que a política de dividendos depende do estágio em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida. Para os executivos, a expectativa futura quanto aos investimentos é apontada como um dos fatores internos mais importantes na decisão quanto à distribuição de dividendos.

Ambrozini (2011, p. 201), também utilizando-se de questionário enviado a empresas de capital aberto listadas na Bovespa, evidenciou que nas decisões de dividendos os gestores atribuem um maior grau de importância, entre outros, ao fator disponibilidade de caixa.

Considerando os diversos determinantes (variáveis explicativas) do nível de distribuição de dividendos apresentados nos estudos empíricos acima mencionados, bem como a provável correlação negativa da distribuição de dividendos com a RLR (em função desta se constituir em uma postergação do pagamento do dividendo obrigatório), espera-se que a decisão quanto à constituição da RLR possa ser influenciada (positiva ou negativamente) pelos seguintes determinantes: a) grau de lucratividade; b) oportunidades de investimentos futuros; c) grau de alavancagem financeira; d) disponibilidade de caixa.

Em termos mais específicos, visando a testar o impacto probabilístico desses determinantes na constituição da RLR, tendo como base dados

disponíveis nas demonstrações financeiras das empresas integrantes da população a ser analisada, a procura de relações de significância entre os determinantes e a constituição da reserva será instrumentalizada por intermédio da utilização dos determinantes (variáveis explanatórias) a seguir:

- a) *ROA (Retorno sobre o Ativo)*: é obtido dividindo-se o Lucro Operacional pelo Ativo Total deduzido do Lucro Líquido do próprio exercício (ASSAF NETO, 2010, p. 233);
- b) *TRLL (Taxa de Retenção do Lucro Líquido)*: essa taxa é apurada a partir do índice de *payout* (parte do lucro líquido distribuído aos acionistas a título de dividendos = dividendos distribuídos, dividido pelo lucro líquido), ou seja, $TRLL = 1 - payout$. Representa a parcela do lucro líquido que as empresas costumam reter para investir em sua fase de expansão de atividades ou diante da existência de atraentes oportunidades de investimento (ASSAF NETO, 2010, p. 215-216). Para fins de apuração da TRLL, foram consideradas tão somente as destinações do lucro líquido do exercício, sendo que os dividendos propostos pela administração foram considerados como tendo sido distribuídos;
- c) *IE (Índice de Endividamento)*: representa o grau de alavancagem financeira, podendo ser medido dividindo-se o total das dívidas pelo total dos ativos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2010, p. 48);
- d) *ICJ (Índice de Cobertura de Juros)*: esse índice é calculado dividindo-se o Lucro Operacional pelas Despesas Financeiras. Relaciona a capacidade do fluxo de caixa operacional gerado pelas operações (lucro operacional) pagar as despesas financeiras (ASSAF NETO, 2010, p. 219);
- e) *LC (Liquidez Corrente)*: é obtida dividindo-se o Ativo Circulante (AC) pelo Passivo Circulante (PC). Quanto maior a liquidez corrente, mais alta se apresenta a capacidade da empresa em financiar suas necessidades de capital de giro (ASSAF NETO, 2010, p. 164);
- f) *LG (Liquidez Geral)*: determinada pela divisão da soma do Ativo Circulante (AC) com o Realizável a Longo Prazo (RLP) pela soma do Passivo Circulante (PC) com o Exigível a Longo Prazo (ELP). A

liquidez geral é utilizada como uma medida de segurança financeira da empresa a longo prazo, revelando sua capacidade de saldar todos seus compromissos (ASSAF NETO, 2010, p. 164);

- g) *GCLR (Geração de Caixa para Pagamento de RLR)*: obtido pela divisão do Fluxo de Caixa Líquido gerado no ano pelo montante que foi ou que poderia ter sido constituído de RLR no mesmo ano. Esse índice mede a capacidade que o Fluxo de Caixa Líquido gerado pela empresa tem para fazer frente ao pagamento do montante da RLR passível de constituição, entendendo-se como “Fluxo de Caixa Líquido”, para efeitos do presente estudo, como sendo a diferença entre os saldos do caixa líquido da Companhia existentes no início e no final do exercício social, conforme a Demonstração dos Fluxos de Caixa. O presente índice foi definido pelo autor, tendo como fundamento o fato de que, em tese, a geração de caixa pode influenciar a constituição da RLR, já que esta representa uma retenção do dividendo obrigatório correspondente à parcela do lucro líquido do exercício não realizando financeiramente;
- h) *IREP (Índice de Realização da Equivalência Patrimonial)*: esse índice é obtido pela divisão do montante dos Dividendos Recebidos no ano sobre participações societárias permanentes pelo valor líquido do resultado positivo da equivalência patrimonial apurado no mesmo ano. Com exceção do recebimento de dividendos antecipados por conta de resultados intermediários, os fluxos de caixa dos dividendos são realizados no ano seguinte ao registro contábil do resultado positivo de equivalência patrimonial a que estes se referem. Não obstante isso, espera-se que as empresas levem em conta esses fluxos de caixa em suas decisões de retenção de lucros via constituição de RLR. Da mesma forma que o GCLR, o IREP foi definido pelo autor com base no mesmo fundamento da possível relação da geração de caixa com a constituição da RLR.

No Quadro 2 são demonstrados os índices econômico - financeiros (determinantes) acima e as expectativas de sua relação com a probabilidade

(chance) de constituição da RLR, tendo por base a literatura e estudos empíricos sobre política de dividendos.

Quadro 2 - Demonstração dos índices econômico - financeiros (determinantes) e expectativas de sua relação com a probabilidade (chance) de constituição da RLR

Índice (determinante)	Fórmula de apuração do índice	Natureza do índice	Expectativa de relação do índice com a RLR
Retorno sobre o Ativo (ROA)	$ROA = \text{Lucro Operacional} / \text{Ativo Total} - \text{Lucro Líquido do próprio exercício}$	Lucratividade	Negativa
Taxa de Retenção do Lucro Líquido (TRLL)	$TRLL = 1 - (\text{Dividendos} / \text{Lucro Líquido})$	Oportunidade de investimentos futuros	Positiva
Índice de Endividamento (IE)	$IE = \text{Total das dívidas} / \text{Total dos ativos}$	Grau de alavancagem financeira	Positiva
Índice de Cobertura de Juros (ICJ)	$ICJ = \text{Lucro Operacional} / \text{Despesas financeiras}$	Lucratividade e Grau de alavancagem financeira	Negativa
Liquidez Corrente (LC)	$LC = \text{Ativo Circulante (AC)} / \text{Passivo Circulante (PC)}$	Disponibilidade de caixa	Negativa
Liquidez Geral (LG)	$LG = \text{Ativo Circulante (AC)} + \text{Realizável a Longo Prazo (RLP)} / \text{Passivo Circulante (PC)} + \text{Exigível a Longo Prazo (ELP)}$	Disponibilidade de caixa	Negativa
Geração de Caixa para Pagamento de RLR (GCLR)	$GCLR = \text{Fluxo de Caixa Líquido} / \text{RLR Passível de Constituição}$	Disponibilidade de caixa	Negativa
Índice de Realização da Equivalência Patrimonial (IREP)	$IREP = \text{Dividendos Recebidos} / \text{Resultado Positivo Líquido de Equivalência Patrimonial}$	Disponibilidade de caixa	Negativa

Fonte: Elaborado pelo autor

3.3 POPULAÇÃO, AMOSTRA, FONTE E COLETA DE DADOS

Para efeitos do presente estudo, partiu-se de uma seleção inicial composta pelas 345 empresas que, dentre a população representada por todas

as listadas na BM&FBOVESPA, tiveram suas ações negociadas no período de 01 de janeiro a 12 de setembro de 2012, selecionadas com base em pesquisa¹⁰ ao banco de dados do programa Economática®.

Das 345 empresas, foram excluídas as 32 pertencentes aos setores financeiro e de seguros, tendo em vista que as empresas desses dois setores apresentam estrutura de balanço diferenciada em relação às empresas dos demais setores, o que poderia implicar em distorções no resultado da análise dos dados financeiros.

Dessa forma, para a amostra composta pelas 313 empresas restantes buscou-se obter as suas demonstrações financeiras dos exercícios sociais encerrados em 2010 e 2011, a partir de pesquisa ao sítio eletrônico da CVM¹¹, o que daria um total de 626 observações (323 para cada um desses anos). Não obstante, o total de observações foi reduzido para 617, dado que, relativamente aos 9 exercícios sociais constantes do Quadro 3, as demonstrações financeiras não estavam disponíveis no sítio eletrônico da CVM.

Quadro 3 - Empresas / exercícios sociais selecionados para análise, cujas Demonstrações financeiras não estavam disponíveis no sítio eletrônico da CVM

Nº de ordem	Empresa	Ano da Demonstração financeira
1	CERAMICA CHIARELLI S/A	2011
2	CONSTRUTORA BETER S/A	2011
3	GP INVESTMENTS, LTD	2011
4	INEPAR ENERGIA S/A	2011
5	MARAMBAIA ENERGIA RENOVÁVEL S/A	2011
6	MARAMBAIA ENERGIA RENOVÁVEL S/A	2010
7	SERGEN SERVS GERAIS DE ENG S/A	2011
8	TELE NORTE LESTE Participações S/A	2011
9	UNIVERSO ONLINE S/A	2011

Fonte: Elaborado pelo autor

Elegeu-se os anos de 2010 e 2011 para as análises porque a partir de 2010 muitas das novas práticas contábeis ora adotadas no Brasil, editadas no recente processo de convergência das normas contábeis brasileiras às

¹⁰ Conforme acesso efetuado em 21 de setembro de 2012.

¹¹ www.cvm.gov.br

internacionais (as “*International Financial Reporting Standards*” – IFRS), passaram a ser aplicadas às demonstrações financeiras.

A aplicação dessas novas normas contábeis passou a resultar em novos reflexos no tocante à RLR em função do registro de novos ganhos realizáveis no longo prazo, a exemplo dos ganhos de avaliação de ativos pelo seu valor justo vinculado a Propriedade para Investimento¹² e a Ativo Biológico e Produto Agrícola¹³, cuja aplicação passou a ser obrigatória para as demonstrações financeiras dos exercícios sociais encerradas a partir de dezembro de 2010 e às demonstrações financeiras de 2009 a serem divulgadas em conjunto com as demonstrações de 2010 para fins de comparação.

Em que pese essa pretensão, contudo, após se analisarem diversas observações constantes das demonstrações financeiras das 617 selecionadas, concluiu-se que, em regra, os dados relativos a outros itens que não o resultado positivo líquido de equivalência patrimonial, ou não reúnem as condições necessárias, ou ainda são inexistentes ou incompletos para que se tenha segurança quanto à sua inclusão na apuração da RLR passível de constituição.

De fato, dentre algumas dessas observações analisadas, identificamos o seguinte: a) três observações em que havia indicação de receita de valor justo de ativos biológicos, mas sem informação sobre a parcela desse valor justo apropriada ao resultado via exaustão do ativo biológico, relativamente às empresas Brasilagro Cia. Brasileira de Prop. Agrícolas (ano 2011) e Celulose Irani S.A. (anos de 2010 e 2011); b) duas observações, da empresa Cosan Indústria e Comércio (anos 2010 e 2011) com existência de receita de valor justo de ativos biológicos realizável a curto prazo, e portanto não passível de ser considerada para a constituição da RLR; e c) uma observação com receita de valor justo de propriedade para investimento e outra para valor justo de instrumentos derivativos da empresa BR Malls Participações S.A. (ano 2011), valor justo este não identificado expressamente nas demonstrações financeiras, sobre as quais constituiu RLR.

Diante dessas restrições e do baixo nível de contribuição da pesquisa desses outros determinantes da constituição da RLR para o objetivo principal deste estudo, optou-se por considerar apenas os resultados positivos líquidos de

¹² Pronunciamento CPC 28, aprovado pela Deliberação CVM 584 (2009).

¹³ Pronunciamento CPC 20, aprovado pela Deliberação CVM 596 (2009).

equivalência patrimonial para todas as observações da população objeto das análises que visam a identificar o montante da RLR constituída pelas empresas ou que seria passível de constituição.

Na coleta dos dados constantes das demonstrações financeiras, foram adotadas as seguintes premissas:

- a) nos casos em que a empresa constituiu RLR, consideramos esta constituição e seu valor como estando correto e de acordo com as normas legais aplicáveis, não tendo sido aplicado nenhum procedimento para avaliar a sua aderência a estas normas;
- b) o resultado positivo líquido da equivalência patrimonial foi considerado após a dedução de eventuais resultados negativos da equivalência patrimonial de outras participações societárias;
- c) quando não indicado pelas empresas nas suas demonstrações financeiras, para fins de cálculo da RLR que poderia ter sido constituída pelas empresas, calculou-se o dividendo obrigatório com base no percentual disponível nessas mesmas demonstrações, ou então este foi presumido como sendo 25% do lucro líquido ajustado nos termos da lei;
- d) dada a sua característica de provento do acionista, o valor dos Juros sobre o Capital Próprio (JCP) pagos ou propostos foram considerados como tendo a natureza de dividendos;
- e) na apuração da TRLL, eventuais compensações de prejuízos contábeis acumulados foram tidas como parcelas não retidas do lucro líquido do exercício;
- f) os dados coletados se referem às demonstrações financeiras individuais da controladora, e não do consolidado.

Como resultado da análise e coleta de dados das 617 observações (demonstrações financeiras dos exercícios sociais encerrados em 2010 e 2011), foram identificadas 143 ocorrências de empresas que poderiam ter optado por constituir a RLR e não o fizeram, e 27 ocorrências nas quais as empresas constituíram a RLR.

Na Tabela 1 é apresentada a estatística da variável dependente RLR, da qual se destaca que a média e a mediana do resultado da divisão da RLR pelo

lucro líquido do exercício gira em torno de 25%, percentual este que representa, em regra, o percentual mínimo de distribuição do lucro líquido do exercício a título de dividendo obrigatório. Esse resultado é consistente com o fato de que a RLR tem como limite o montante do dividendo mínimo obrigatório. O desvio padrão de 18% é explicado em função de que a base de cálculo do dividendo obrigatório muitas vezes é superior ao lucro líquido do exercício em razão de ajustes legalmente previstos, tal como ocorre, por exemplo, com ajustes de avaliação patrimonial previstos no parágrafo 3º do artigo 182 da Lei 6.404 (1976).

Tabela 1 - Estatística da variável dependente RLR

RLR	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Valores absolutos - R\$ mil	125.697	37.682	1	1.345.015	233693,1719
RLR/LLE	28%	24%	0,001%	105%	18%

RLR - Reserva de Lucros a Realizar

LLE - Lucro Líquido do Exercício

Fonte: Preparado pelo Autor

A Tabela 2 apresenta a estatística das variáveis explicativas.

Tabela 2 - Estatística das variáveis explicativas

Variáveis	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
ROA	0,151	0,098	-0,009	3,808	0,308
TRLL	0,626	0,712	0,000	1,000	0,248
IE	0,269	0,230	0,000	0,825	0,213
ICJ	2037,432	1,379	-3955,000	104297,000	11786,366
LC	3,332	1,362	0,000	67,004	7,726
LG	1,950	0,984	0,003	50,830	4,599
GCLR	-14,168	0,000	-2524,000	59,418	193,757
IREP	0,403	0,200	-0,007	4,537	0,569

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4 DESENVOLVIMENTO DO MODELO DE REGRESSÃO LOGÍSTICA

3.4.1 Introdução e Parâmetros dos Modelos Testados

Por se tratar de um modelo logit, a variável dependente RLR pode assumir valor 0 (zero) ou 1 (um), sendo atribuído o valor 0 (zero) quando não há constituição da RLR, e (1) quando a RLR é constituída.

Como ponto de corte (*classification cutoff*), adotou-se 0,5. Isso significa que as empresas com resultado esperado (probabilidade) inferior a 0,5 foram classificadas como sendo as que não constituíram a RLR e as com resultado superior a esse valor foram classificadas como sendo as que constituíram a RLR.

Os parâmetros de seleção das variáveis explicativas para o modelo final foram a significância estatística de 5% para a entrada das variáveis e de 10% para a saída.

3.4.2 Modelo com TRLL do Ano

De início, foram incluídas no modelo todas as 8 (oito) variáveis explicativas consideradas para o desenvolvimento do modelo, contemplando 170 observações, compostas por 27 empresas que constituíram a RLR nos anos de 2010 e/ou 2011, e 143 que não constituíram a RLR e que poderiam tê-lo feito à luz das normas legais que regulam a matéria. Essas oito variáveis são apresentadas no Quadro 4. Neste modelo, considerou-se os dados da TRLL do mesmo ano a que se refere o lucro líquido sobre o qual foi ou poderia ter sido constituída a RLR.

Quadro 4 - Variáveis explicativas testadas para construir o modelo de regressão

Variáveis	Notação da variável explicativa
ROA	Retorno sobre o Ativo
TRLL	Taxa de Retenção do Lucro Líquido
IE	Índice de Endividamento
ICJ	Índice de Cobertura de Juros
LC	Liquidez Corrente
LG	Liquidez Geral
GCLR	Geração de Caixa para Pagamento de RLR
IREP	Índice de Realização da Equivalência Patrimonial

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 3 apresenta-se a matriz de correlação entre todas as variáveis explicativas incluídas no modelo, obtida com base no SPSS®. De início, já se identifica que as variáveis LC e LG não se prestam para concorrer para uma melhor capacidade de predição do modelo, tendo em vista que apresentam um alto grau de correlação entre si (acima de 0,70), resultando em que a existência de elevada colinearidade produz o efeito de elas fornecerem informações similares para explicar o comportamento da variável dependente (RLR).

Tabela 3 - Matriz de correlações das variáveis - Modelo com TRLL do ano e todas as variáveis

Variáveis	ROA	TRLL	IE	ICJ	LC	LG	GCLR	IREP
ROA	1,000	,306	,596	,432	-,369	,417	,134	-,410
TRLL	,306	1,000	,322	,044	-,262	,290	,139	,061
IE	,596	,322	1,000	,410	-,293	,513	,006	-,246
ICJ	,432	,044	,410	1,000	-,274	,301	,148	-,328
LC	-,369	-,262	-,293	-,274	1,000	-,755	-,416	,122
LG	,417	,290	,513	,301	-,755	1,000	,126	-,201
GCLR	,134	,139	,006	,148	-,416	,126	1,000	-,057
IREP	-,410	,061	-,246	-,328	,122	-,201	-,057	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor

Para avaliar a capacidade preditiva do modelo, é necessário que se façam alguns testes de validação do modelo como um todo e, de forma isolada, de cada uma das suas variáveis independentes.

De acordo com Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 306), a estatística F, utilizada na regressão linear objetiva testar a hipótese de que todos os coeficientes da regressão são nulos, pois a confirmação dessa hipótese sugere que o modelo não serve para a estimação de valores para a variável dependente em função de valores conhecidos das independentes. Ainda consoante esses autores, na regressão logística um conjunto de testes pode cumprir um papel bastante semelhante à estatística F. Um deles é o chamado *Model Chi-square*.

A Tabela 4 apresenta o resultado da aplicação do teste *Model Chi-square*, considerando (8) oito graus de liberdade (df), evidenciando que pelo menos um dos coeficientes da regressão é diferente de zero, já que *p-value* é menor que 0,05. Assim, os resultados apontam que pode-se rejeitar a hipótese de que todos os parâmetros estimados sejam nulos, de maneira que é possível afirmar que as variáveis independentes contribuem para melhorar a qualidade das predições.

Tabela 4 - Teste Chi-square dos coeficientes do modelo

	Chi-square	df	(p-value) Sig.
Modelo	68,241	8	,000

Fonte: Elaborado pelo autor

Outros testes também podem ser utilizados para avaliar a eficiência do modelo, como é o caso da estatística “Verossimilhança de log-2” (*Likelihood Value*), da “R quadrado Cox & Snell” (Cox-Snell R^2) e da “R quadrado Nagelkerke” (Nagelkerke R^2). Vale destacar que esses testes, segundo Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 295), são conhecidos como uma espécie de pseudo - R^2 e se prestam para analisar o desempenho de modelos concorrentes.

O *Likelihood Value*, conforme Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 294;308), também tem a função parecida com a da estatística F utilizada na avaliação do modelo linear, e quanto menor o seu valor, melhor o poder de predição do modelo.

Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 295-296) afirmam que, entre duas equações logísticas igualmente válidas, deve-se preferir a que apresente o Cox-Snell R^2 mais elevado, sendo que o Nagelkerke R^2 tem função semelhante ao Cox-Snell R^2 .

Conforme a Tabela 5, os testes de Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2 indicam que o modelo é capaz de explicar, respectivamente, 33,1% e 56,7% das variações registradas na variável dependente.

Tabela 5 - Testes *Likelihood Value*, Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2

<i>Likelihood Value</i>	Cox-Snell R^2	Nagelkerke R^2
80,582	,331	,567

Fonte: Elaborado pelo autor

Um outro teste que avalia a acurácia do modelo é o Hosmer e Lemeshow, o qual, segundo Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 308), tem o objetivo de testar a hipótese de que não há diferenças significativas entre os resultados preditos pelo modelo e os observados. Ainda segundo esses autores, quando o resultado deste teste apresenta um patamar superior a 0,05, há que se rejeitar a hipótese de que não existem diferenças significativas entre os valores esperados e observados. As tabelas 6 e 7 apresentam o resultado deste teste, demonstrando que não se pode rejeitar a referida hipótese, já que a significância ficou em 0,000, ou seja, aquém de 0,05. Esse resultado sugere que o modelo com todas as variáveis pode não representar o melhor modelo.

Tabela 6 - Tabela de contingência para teste de Hosmer e Lemeshow

	RLR = 0		RLR = 1		Total
	<i>Observado</i>	<i>Esperado</i>	<i>Observado</i>	<i>Esperado</i>	
1	17	17,000	0	,000	17
2	17	16,996	0	,004	17
3	16	16,953	1	,047	17
4	15	16,722	2	,278	17
5	17	16,386	0	,614	17
6	17	15,890	0	1,110	17
7	16	15,010	1	1,990	17
8	16	13,948	1	3,052	17
9	12	10,843	5	6,157	17
10	0	3,251	17	13,749	17

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 7 - Resultado do teste de Hosmer e Lemeshow

Qui-quadrado	df	Sig.
38,728	8	,000

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 8 demonstra a eficiência global do modelo, indicando que o nível de acerto em relação às empresas que não constituíram a RLR é de 98,6%, e de 66,7% no que se refere às empresas que constituíram a RLR, conferindo 93,5% de probabilidade global de acerto do modelo. Pode-se observar que a taxa de acerto de 66,7% das empresas que constituíram RLR é relativamente boa, se for considerado que apenas 11,7% das empresas da amostra constituíram RLR no período analisado.

Tabela 8 - Eficiência global do modelo

Observado	Previsto			Porcentagem correta
	RLR			
	0	1		
RLR 0	141	2	98,6	
RLR 1	9	18	66,7	
Porcentagem global			93,5	

Fonte: Elaborado pelo autor

Para avaliar se de fato o modelo incluindo todas as variáveis independentes se apresenta como um bom preditor de probabilidades em relação à variável dependente RLR, é necessário fazer o teste Wald. Este teste, segundo Corrar, Paulo e Dias Filho (2011, p. 311-312), é equivalente ao teste *t* e objetiva testar a hipótese nula de que um determinado coeficiente não é significativamente diferente de zero.

Ainda de acordo com os citados autores, há o teste do intervalo de confiança, que também pode ser utilizado para verificar se realmente o coeficiente é significativamente diferente de zero. Para tanto, eleva-se cada coeficiente da variável independente à constante matemática *e*, verificando-se se o valor resultante, identificado na Tabela 9 como sendo $Exp(B)$, está compreendido no intervalo de confiança.

Na Tabela 9 é apresentado o resultado do modelo sob as perspectivas da estatística Wald e do intervalo de confiança.

A análise da Tabela 9 revela que todos os coeficientes são diferentes de zero e, portanto, podem ser utilizados para compor o modelo. Não obstante, ao se estabelecer um limite de significância máxima ao nível de 5%, tem-se que apenas as variáveis ROA, TRLL e IREP são significantes, o que recomenda que as demais sejam retiradas do modelo, cabendo destacar que ICJ é significativa a 10%.

Tabela 9 - Resultado do modelo com TRLL do ano, com todas as variáveis

Variável	Coeficientes	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% C.I. para EXP(B)	
							Inferior	Superior
ROA	8,700	3,818	5,192	1	,023	6002,615	3,375	10674785,825
TRLL	12,750	3,103	16,880	1	,000	344485,254	786,435	150896319,405
IE	2,573	1,849	1,936	1	,164	13,110	,350	491,764
ICJ	,000034	,000017	3,816	1	,051	1,000	1,000	1,000
LC	-,154	,149	1,066	1	,302	,858	,641	1,148
LG	,222	,194	1,304	1	,253	1,249	,853	1,827
GCLR	,151	,094	2,544	1	,111	1,162	,966	1,399
IREP	-2,743	1,347	4,145	1	,042	,064	,005	,903
Intercepto	-12,739	2,930	18,910	1	,000	,000		

B - Coeficientes das variáveis

S.E. - Erro-padrão

Wald - Índice de Wald

df - Grau de liberdade

Sig. (*p-valor*) - Significância

Exp (B) - Resultado do coeficiente da variável elevado à constante matemática e

95% C.I. para EXP(B) - Intervalo de confiança

Fonte: Elaborado pelo autor

Após rodar esse primeiro modelo, incluindo todas as 8 (oito) variáveis explicativas, foram rodados novos modelos, excluindo-se as variáveis que não se apresentaram significantes ao nível de 5% em cada caso, bem como testando a eficiência de cada modelo segundo diversas hipóteses de combinações dessas variáveis. O resultado desses modelos é sintetizado nas tabelas 10 e 11.

A equação logística do modelo que possui melhor capacidade preditiva, considerando o nível de significância de 5% (Tabela 11) e o desempenho dos índices que medem o ajuste de cada modelo (Tabela 10), é composta pelo

intercepto e variáveis explicativas ROA, ICJ e IREP, podendo ser representada de acordo com a fórmula (6).

$$\ln \left(\frac{P}{1-P} \right) = -1,719 + 5,278 ROA + 0,0000392 ICJ - 3,856 IREP \quad (6)$$

Tabela 10 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL do ano

	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; ICJ; IREP	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP	
<i>Likelihood Value</i> (*)	80,582	114,303	92,506	94,812	117,799	124,725	136,705	129,145	
Cox-Snell R ² (**)	0,331	0,184	0,282	0,272	0,167	0,132	0,069	0,109	
Nagelkerke R ² (**)	0,567	0,315	0,483	0,467	0,286	0,227	0,118	0,187	
Hosmer e Lemeshow	Valor	38,728	7,064	64,225	68,973	5,976	9,099	9,550	10,133
	Sig. (***)	0,000	0,530	0,000	0,000	0,650	0,334	0,298	0,256
Chi-square	Valor	68,234	34,519	56,317	68,973	31,024	24,098	12,118	19,677
	Sig. (****)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,002	0,000
Eficiência global do modelo	RLR = 0	98,6	99,3	99,3	99,3	99,3	100	99,3	99,3
	RLR = 1	66,7	25,9	63,0	55,6	22,2	11,1	7,4	11,1
	Geral	93,5	87,6	93,5	92,4	87,1	85,9	84,7	85,3

Sig. - Significância

* - Quanto menor o índice, melhor o ajuste do modelo

** - Quanto maior o índice, melhor o ajuste do modelo

*** - Índice abaixo de 0,05 significa que existem diferenças significativas entre os valores esperados e observados, o que significa uma má qualidade do modelo

**** - Índice menor que 0,05 indica que pelo menos um dos coeficientes das variáveis independentes é diferente de zero, o que é uma boa qualidade do modelo

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 11 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL do ano - Significância e coeficientes das variáveis

Variáveis / Significância das variáveis	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; ICJ; IREP	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP
ROA	,023	,016	,045	,060	,014	,022	,055	
TRLL	,000		,000	,000				
IE	,164	,560						
ICJ	,051	,006	,114		,007		,021	,022
LC	,302	,869						
LG	,253	,874						
GCLR	,111	,155						
IREP	,042	,003	,042	,051	,002	,002		,004
Constante	,000	,002	,000	,000	,000	,000	,000	,000

Variáveis / Coeficientes das variáveis	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; ICJ; IREP	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP
ROA	8,700	5,908	5,709	5,045	5,278	4,427	2,858	
TRLL	12,750	N/A	9,732	10,428				
IE	2,573	,780						
ICJ	,000034	,000	,000024		,0000392		,000034	,0000318
LC	-,154	-,014						
LG	,222	,021						
GCLR	,151	,051						
IREP	-2,743	-3,769	-2,714	-2,369	-3,856	-3,346		-3,035
Constante	-12,739	-2,095	-9,199	-9,605	-1,719	-1,537	-2,224	-1,089

Fonte: Elaborado pelo autor

Corroborando a conclusão sobre o modelo com melhor poder preditivo, conforme fórmula (6), a Tabela 12 apresenta o resultado do processo *stepwise* dos testes de *Likelihood Value*, Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2 para o modelo com as variáveis ROA, ICJ e IREP, na qual se observa o comportamento esperado a cada etapa de inclusão de uma variável no modelo, ou seja, reduções progressivas para *Likelihood Value* e aumentos progressivos para Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2 .

Tabela 12 - Modelo final - Com TRLL do ano - *Likelihood Value*, Cox-Snell R² e Nagelkerke R²

Step	Variável	Likelihood Value	Cox-Snell R²	Nagelkerke R²
1	ROA	142,324	0,038	0,064
2	ROA, ICJ	136,705	0,069	0,118
3	ROA; ICJ e IREP	117,799	0,167	0,286

Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 13 se demonstra a matriz de correção das variáveis da equação (6), na qual se observa que a colinearidade entre elas encontra-se dentro do limite de tolerância de até 0,70:

Tabela 13 - Matriz de correlação - Modelo com TRLL do ano - Variáveis ROA, ICJ e IREP

Variáveis	ROA	ICJ	IREP
ROA	1,000	,211	-,324
ICJ	,211	1,000	-,246
IREP	-,324	-,246	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor

3.4.3 Modelo com TRLL Defasada

Seguindo-se a mesma sistemática adotada na subseção 3.4.2 (Modelo com TRLL do ano) para selecionar o melhor modelo, neste passo também foram incluídas no modelo as mesmas 8 (oito) variáveis explicativas consideradas para o desenvolvimento daquele modelo. Não obstante, neste modelo foi considerada a TRLL do ano anterior àquele a que se refere o lucro líquido sobre o qual foi ou poderia ter sido constituída a RLR. Em decorrência desse critério, o modelo sob análise apresenta 154 observações, compostas por 21 empresas que constituíram a RLR nos anos de 2010 e/ou 2011, e 133 que não constituíram a RLR e que poderiam tê-lo feito à luz das normas legais que regulam a matéria. Essas oito variáveis são apresentadas no Quadro 4.

O resumo do resultado obtido com as combinações das diversas variáveis independentes é apresentado nas tabelas 14 e 15. Apesar de se ter trabalhado com uma amostra menor (154 observações) do que na análise do “Modelo com TRLL do ano” (170 observações) e de se ter considerado a TRLL defasada (do ano anterior), o resultado obtido confirma os achados daquela

análise, posto que o melhor modelo a que se chegou também é o que contempla as variáveis independentes ROA, ICJ e IREP, pelo menos ao nível de significância de 5%, conforme se demonstra nas tabelas 14 e 15. A equação representativa desse modelo é apresentada na fórmula (7).

Na Tabela 17 se demonstra a matriz de correção das variáveis da equação (7), na qual se observa que a colinearidade entre elas encontram-se dentro do limite de tolerância de até 0,70.

$$\ln \left(\frac{P}{1-P} \right) = -2,058 + 6,060 ROA + 0,0000418 ICJ - 3,463 IREP \quad (7)$$

Tabela 14 - Análise de ajuste dos modelos com TRLL defasada

	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP	
<i>Likelihood Value</i> (*)	65,396	93,695	75,381	97,885	105,535	111,881	107,782	
Cox-Snell R ² (**)	0,311	0,172	0,264	0,149	0,105	0,068	0,092	
Nagelkerke R ² (**)	0,566	0,312	0,482	0,271	0,192	0,123	0,168	
Hosmer e Lemeshow	Valor	35,677	7,343	20,758	7,646	11,631	6,871	3,226
	Sig. (***)	0,000	0,500	0,008	0,469	0,168	0,551	0,919
Chi-square	Valor	57,283	28,983	47,298	24,794	17,143	10,798	14,896
	Sig. (****)	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,005	0,001
Eficiência global do modelo	RLR = 0	97,7	99,2	97,7	99,2	100	99,2	99,2
	RLR = 1	66,7	28,6	52,4	23,8	9,5	4,8	14,3
	Geral	93,5	89,6	91,6	89,0	87,7	86,4	87,7

Sig. - Significância

* - Quanto menor o índice, melhor o ajuste do modelo

** - Quanto maior o índice, melhor o ajuste do modelo

*** - Índice abaixo de 0,05 significa que existem diferenças significativas entre os valores esperados e observados, o que significa uma má qualidade do modelo.

**** - Índice menor que 0,05 indica que pelo menos um dos coeficientes das variáveis independentes é diferente de zero, o que é uma boa qualidade do modelo

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 15 - Análise de ajuste do modelo com TRLL defasada - Sigificância e coeficientes das variáveis

Variáveis / Significância das variáveis	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP
ROA	,017	,016	,005	,011	,018	,025	
TRLL	,000	N/A	,000				
IE	,462	,628					
ICJ	,130	,007		,005		,012	,018
LC	,910	,870					
LG	,765	,895					
GCLR	,152	,112					
IREP	,011	,007	,006	,006	,006		,016
Constante	,000	,007	,000	,000	,000	,000	,000

Variáveis / Coeficientes das variáveis	ROA; TRLL; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; IE; ICJ; LC; LG; GCLR; IRE	ROA; TRLL; IREP	ROA; ICJ; IREP	ROA; IREP	ROA; ICJ	ICJ; IREP
ROA	8,299	5,728	7,970	6,060	4,920	3,672	
TRLL	11,674	N/A	11,043				
IE	-1,379	-,773					
ICJ	,000027	,000041		,000042		,000039	,000033
LC	,015	-,013					
LG	,056	,017					
GCLR	,112	,068					
IREP	-3,449	-3,321	-3,282	-3,463	-2,987		-2,503
Constante	-11,285	-1,929	-10,669	-2,058	-1,795	-2,558	-1,336

Fonte: Elaborado pelo autor

Para reforçar a conclusão sobre o modelo com melhor poder preditivo, conforme fórmula (7), a Tabela 16 apresenta o resultado do processo *stepwise* dos testes de *Likelihood Value*, Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2 para o modelo com as variáveis ROA, ICJ e IREP, na qual se observa o comportamento esperado a cada etapa de inclusão de uma variável no modelo, ou seja, reduções progressivas para *Likelihood Value* e aumentos progressivos para Cox-Snell R^2 e Nagelkerke R^2 .

Tabela 16 - Modelo final - Com TRLL desfasada - Likelihood Value, Cox-Snell R² e Nagelkerke R²

Step	Variável	Likelihood Value	Cox-Snell R²	Nagelkerke R²
1	ROA	118,596	0,026	0,048
2	ROA, ICJ	111,881	0,068	0,123
3	ROA; ICJ e IREP	97,885	0,149	0,271

Fonte: Elaborado pelo autor

Tabela 17 - Matriz de correlação - Modelo com TRLL desfasada - Variáveis ROA, ICJ e IREP

Variáveis	ROA	ICJ	IREP
ROA	1,000	,247	-,341
ICJ	,247	1,000	-,219
IREP	-,341	-,219	1,000

Fonte: Elaborado pelo autor

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A construção da regressão logística com o melhor poder de predição da ocorrência do evento RLR foi feita com duas amostras de empresas integrantes da BM&FBOVESPA que tiveram suas ações negociadas no período de 01 de janeiro a 12 de setembro de 2012, tendo por base os índices econômico-financeiros obtidos de suas demonstrações financeiras dos anos de 2010 e 2011.

A primeira amostra contém 170 observações, sendo composta por 27 empresas que constituíram RLR (variável dependente) e 143 que, embora pudessem ter constituído a RLR, não o fizeram, relativamente aos exercícios sociais encerrados em 2010 e 2011. Nessa amostra, a partir das demonstrações financeiras dessas empresas, foram apurados 8 (oito) índices econômico-financeiros (as variáveis independentes ROA, TRLL, IE, ICJ, LC, LG, GCLP e IREP) em relação aos quais se esperava algum poder de influência sobre a decisão das empresas constituírem ou não a RLR.

Na segunda amostra foram adotados os mesmos critérios adotados na seleção da primeira amostra, exceto pelo fato de que se adotou uma TRLL defasada, ou seja, apurou-se os dados desta variável tomando o lucro líquido do ano anterior àquele a que se refere a RLR constituída ou passível de constituição, e não o lucro líquido do ano a que corresponde a RLR. Em função deste critério, a segunda amostra é constituída de 154 observações; destas, 133 poderiam ter constituído RLR e 21 a constituíram.

Rodando-se os diversos modelos de regressão logística para ambas as amostras, chegou-se a resultados semelhantes para a primeira e segunda amostra de dados. Considerando o nível de significância de 5%, as regressões que apresentam o melhor poder de predição para o evento RLR são as demonstradas seguir (fórmulas 6 e 7):

a) *Primeira amostra, com TRLL do ano:*

$$\ln \left(\frac{P}{1-P} \right) = -1,719 + 5,278 ROA + 0,0000392 ICJ - 3,856 IREP \quad (6)$$

b) *Segunda amostra, com TRLR defasada:*

$$\ln \left(\frac{P}{1-P} \right) = -2,058 + 6,060 \text{ ROA} + 0,0000418 \text{ ICJ} - 3,463 \text{ IREP} \quad (7)$$

A análise dessas regressões sugere que as variáveis independentes ROA, ICJ e IREP influenciam o resultado que estima a chance ou probabilidade de uma empresa constituir a RLR, com menor representatividade para ICJ. Cada uma dessas variáveis afeta positiva ou negativamente essa chance, dependendo do sinal do seu coeficiente.

A variável ROA tem coeficientes positivos nas equações (6) e (7) acima, sinalizando que quanto maior o valor dessa variável, maior será a chance de a empresa constituir a RLR.

Tendo em vista que a RLR representa uma retenção de parte do lucro líquido do exercício, é de se esperar que a chance de sua constituição guarde relação negativa com a política de distribuição de dividendos das empresas. Isso porque, em tese, quanto maior a parcela do lucro líquido destinada pela empresa ao pagamento de dividendos, menor deveria ser a necessidade (e a chance) de constituir RLR para reter recursos financeiros em face de suas atividades operacionais.

Para ser válida essa assertiva, o coeficiente da variável ROA, que mede a rentabilidade da empresa, também deveria ter relação negativa com a distribuição de dividendos. Não é isso, contudo, que se verifica comparando-se o resultado encontrado neste estudo com aqueles apontados em diversos estudos empíricos sobre a política de dividendos no Brasil.

Nesse sentido, citam-se os estudos empíricos sobre a política de dividendos efetuados por Brito e Silva (2005), para quem as empresas com maior lucratividade são as que destinam maior parcela de dividendos para remunerar os acionistas; Nossa, Nossa e Teixeira (2007), que encontraram evidências de que as empresas que distribuem dividendos são mais lucrativas do que as empresas que não distribuem dividendos, além de que o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao ROA - Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido, dividido pelo Ativo Total); e Futema, Basso e Kayo (2009), cujos achados dão conta de que a distribuição de lucros varia positivamente com a lucratividade da empresa.

Como se viu acima, a referida relação positiva do coeficiente da variável ROA com a chance de constituição da RLR não encontra guarida nos resultados de estudos empíricos que abordaram a lucratividade das empresas e sua relação com a distribuição de dividendos.

Uma possível explicação, que não se pode descartar, é a de que, especificamente para a RLR, ou para a amostra testada, não seria válida a premissa pré-estabelecida, de que quanto maior a distribuição de dividendos menor a chance de constituição da RLR.

Outra justificativa plausível poderia ser o fato de que, embora as empresas mais lucrativas tenham maior tendência a distribuir dividendos, essa relação pode não ser tão forte a ponto de suplantar a relação negativa, apurada por Futema, Basso e Kayo (2009), existente entre os dividendos e o nível de investimentos em projetos internos. Neste caso, a relação negativa entre os dividendos e o nível de investimentos em projetos internos representaria uma relação positiva entre tais investimentos e a RLR, o que não foi testado pelo modelo desenvolvido no presente estudo.

O coeficiente da variável IREP, que também compõe o modelo expresso nas equações que se apurou, por outro lado, se apresenta negativo nas equações (6) e (7), significando que quanto maior o valor de IREP, menor será a chance de a empresa constituir RLR. Esse resultado confirma as expectativas iniciais, já que a variável IREP mede a capacidade de geração de caixa, que se presume recorrente, da realização financeira do ativo representativo do reconhecimento de lucros decorrentes do resultado positivo de equivalência patrimonial de investimentos permanentes, para fazer frente à distribuição de dividendos sobre lucros de mesma natureza.

Cabe ainda observar que as empresas que constituem ou que têm potencial para constituir RLR, por apresentarem valores relevantes de resultado positivo de equivalência patrimonial, normalmente concentram suas atividades operacionais em participações societárias permanentes. Daí a razão dessa forte relação entre o recebimento e o pagamento de dividendos e seus reflexos na constituição da RLR. Isso confirma também os achados em estudos empíricos sobre política de dividendos (AMBROZINI, 2011, p. 201; IQUIAPAZA; LAMOUNIER; AMARAL, 2006), no sentido de que a disponibilidade de caixa exerce uma relação positiva com o nível de distribuição de dividendos,

característica esta que está em consonância com a relação negativa existente entre a disponibilidade de caixa, aqui representada pela variável IREP, e a RLR.

Conforme se observa nos dois modelos representados pelas equações apuradas, a variável ICJ, embora com pouca contribuição para o ajuste dos modelos, apresenta coeficientes com sinal positivo. Essa variável ICJ, que mede a capacidade do fluxo de caixa operacional gerado pelas operações (lucro operacional) pagar as despesas financeiras, está associada tanto à lucratividade (já abordada acima em relação à variável ROA) quanto à alavancagem financeira.

A expectativa de um coeficiente negativo para variável ICJ, no tocante à alavancagem financeira associada ao nível de despesas financeiras, está em que quanto maior o valor desta variável, em tese menos a empresa dependeria de capitais de terceiros para financiar suas atividades operacionais, e quanto menor o endividamento, segundo os resultados dos estudos empíricos realizados por Iquiapaza, Barbosa e Bressan (2005) e Iquiapaza, Lamounier e Amaral (2006), maior a probabilidade de distribuição de dividendos. Em consequência, quanto maior a chance de pagar dividendos, menor a probabilidade de constituir RLR. Essas inferências, com relação à variável ICJ, no entanto, devem se vistas com cautela, pois as evidências colhidas no presente estudo sugerem que a alavancagem financeira, medida pela variável explicativa IE, não se apresentou relevante em termos de sua influência na probabilidade de constituição da RLR.

Assinala-se que nos modelos testados as variáveis IE, como acima mencionado, LC, LG e GCLR não se apresentaram significativas ao nível de 5%. Esse resultado não confirma a expectativa de que deveria haver impacto dessas variáveis na constituição da RLR, posto que elas se relacionam com a disponibilidade de recursos financeiros e geração de caixa, itens que, em tese, poderiam afetar a retenção de lucros via RLR. Esse resultado pode ser um indício da influência de outros fatores não contemplados pelos índices econômico-financeiros incluídos nos modelos deste estudo, ligados à política de dividendos.

No que tange à variável TRLL, nenhum dos modelos nos quais ela foi incluída passou nos testes da estatística Hosmer e Lemeshow (apresentaram um índice inferior a 0,05, conforme tabelas 10 e 14), o que significa que a inclusão desta variável, além de não contribuir para melhorar o ajuste dos modelos,

provoca perda do poder preditivo dos modelos. Esse resultado está em desacordo com as expectativas, já que se esperava que a TRLL fosse integrar o modelo final com uma relação positiva com a RLR. Essa expectativa decorre do fato de que, em tese, quanto maior a retenção de lucros (TRLL maior), maior a probabilidade de constituição da RLR em função da necessidade de caixa.

Assim, da mesma forma como ocorreu com a variável ROA, uma possível explicação para a TRLL não ter integrado o modelo final constituído por ROA, ICJ e IREP, é que, especificamente para a RLR, ou para a amostra testada, não seria válida a premissa pré-estabelecida, de que quanto maior a distribuição de dividendos menor a chance de constituição da RLR.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve o objetivo de identificar quais são os fatores de natureza financeira determinantes da constituição da reserva de lucros a realizar pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA. Tomando por base dados constantes das demonstrações financeiras dos anos de 2010 e 2011, utilizou-se uma amostra final de 170 observações, compostas de 27 empresas que constituíram RLR e 143 que, embora reunindo condições para tanto, optaram por não constituir essa reserva.

Partindo-se de informações constantes das demonstrações financeiras das empresas integrantes das amostras, foram construídos diversos modelos de regressão logística, nos quais se testaram oito índices econômico-financeiros (as variáveis explicativas ROA, TRLL, IE, ICJ, LC, LG, GCLR e IREP), no intuito de identificar quais deles, e em que proporção, afetam as chances de as empresas constituírem a RLR (variável dependente).

O modelo com a equação logística que apresentou o melhor poder preditivo da probabilidade de constituição da RLR é representado pelas variáveis ROA, ICJ e IREP, ao nível de significância de 5%.

Assim, pode-se afirmar que, além do objetivo principal proposto, também foram atingidos os objetivos específicos, quais sejam o de identificar quais fatores financeiros influenciaram tanto a constituição quanto a não constituição da RLR nos anos de 2010 e 2011, relativamente às empresas integrantes da amostra testada.

A variável ROA, que mede a rentabilidade da empresa, apresentou coeficiente positivo e, portanto, de acordo com o modelo, quanto maior o seu valor, maior a chance de a empresa constituir RLR. Tomando-se por base os resultados de estudos empíricos brasileiros (BRITO; SILVA, 2005; NOSSA; NOSSA; TEIXEIRA, 2007; FUTEMA; BASSO; KAYO, 2009), para os quais a rentabilidade tem uma relação positiva com a distribuição de dividendos, esperava-se uma relação negativa entre ROA e a RLR, já que quanto maior a distribuição de dividendos (e maior a rentabilidade – ROA), menor a chance de se constituir RLR. Esse resultado sugere uma investigação mais profunda.

O coeficiente da variável IREP, por sua vez, se apresentou negativo, confirmando, dessa forma, as expectativas iniciais, já que a variável IREP mede

a capacidade de geração de caixa, via realização financeira do ativo representado pelo reconhecimento de lucros decorrentes do resultado positivo de equivalência patrimonial de investimentos permanentes, para fazer frente à distribuição de dividendos sobre lucros de mesma natureza.

No que se refere à variável ICJ, destaca-se que o seu coeficiente se apresentou positivo, quando se esperava que ele fosse negativo, tendo em vista que essa variável é afetada tanto pela rentabilidade quanto pela alavancagem. De qualquer forma, em face desta variável não possuir impacto relevante sobre a capacidade preditiva dos modelos testados, esses resultados merecem ser testados de forma mais ampla.

Espera-se que o resultado deste estudo tenha produzido informações úteis sobre os fatores de natureza financeira que exercem influência na decisão quanto à constituição ou não da RLR, de modo que os integrantes de órgãos de administração das sociedades anônimas, e bem assim contadores e usuários das demonstrações financeiras, possam melhor avaliar a extensão e os reflexos da constituição ou não da RLR.

É importante observar que o presente estudo contemplou exclusivamente a análise da possível correlação de determinados índices econômico-financeiros obtidos das demonstrações financeiras das empresas, disponíveis publicamente, com a decisão dessas empresas quanto à constituição ou não da reserva de lucros a realizar.

Dessa forma, como sugestão para futuros estudos sobre esse tema, a análise aqui realizada poderia incluir um viés que considerasse outros fatores externos à empresa e que já foram amplamente explorados em estudos empíricos realizados em empresas brasileiras com relação à política de distribuição de dividendos no Brasil.

Adicionalmente, uma ampliação dos testes, abrangendo um período mais amplo, poderia servir para investigar melhor o fato de as variáveis ROA e ICJ apresentarem coeficientes positivos, quando se esperava que estes fossem negativos, ou ainda verificar se os demais índices econômico-financeiros aqui testados podem se tornar significantes para fins de predição da probabilidade de constituição da RLR.

O resultado do teste de Hosmer e Lemeshow indicou que não há diferenças significativas entre os resultados preditos pelos modelos finais –

equações representadas pelas fórmulas (6) e (7) - e os efetivamente observados (constituição ou não da RLR) para os anos testados (2010 e 2011) indicando, por conseguinte, que suas predições são confiáveis. Apesar disso, ressalta-se que não se testou esses modelos com base em uma amostra diferente daquela a partir da qual estes foram criados, o que se sugere que seja feito em futuros estudos, incluindo na amostra, por exemplo, dados do ano 2012.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, George A. The market for "Lemons": quality uncertainty and the market mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

AMBROZINI, Marcelo A. **Política de dividendos no Brasil: um modelo de apoio à decisão**. 2011. Tese (Doutorado em Ciências) – Programa de Pós-Graduação em Administração de Organizações, Faculdade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, 2011. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96132/tde-15122011-163251/pt-br.php>>. Acesso em: 05 jul. 2012.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. **Mercado financeiro**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011.

_____; LIMA, Fabiano Guasti; AMBROZINI, Marcelo Augusto. **Dividendos: Teoria e Prática**. Inside Books, 2007.

BELLATO, L. L. N.; SILVEIRA, A. D. M.; SAVOIA, J. R. F. Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: <http://www.anpad.com.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=149&cod_evento_edicao=10&cod_edicao_trabalho=5828>. Acesso em: 2 nov. 2012.

BLACK, Fischer. The dividend puzzle. **Journal of Portfolio Management**, n. 2, p. 5-8, 1976.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM n. 207**, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei nº 9.249/95. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiato.asp?File=/deli/deli207.htm>>. Acesso em: 25 nov. 2012.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM n. 584**, de 31 de julho de 2009. Aprova o pronunciamento técnico CPC 28, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de propriedade para investimento. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/Atos_Redir.asp?Tipo=D&File=%5Cdeli%5Cdeli584.doc>. Acesso em: 23 set. 2012.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM n. 596**, de 15 de setembro de 2009. Aprova o pronunciamento técnico CPC 29, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata de ativo biológico e produto agrícola. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/snc/deli596.pdf>>. Acesso em: 22 set. 2012.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP n. 01/2007**. Dispõe sobre Orientação sobre Normas Contábeis pelas Companhias Abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 08 jun. 2013.

_____. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM n. 24/1992**. Procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e respectivos auditores independentes aplicáveis às demonstrações contábeis relativas aos exercícios sociais encerrados a partir de dezembro de 1991. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 08 jun. 2013.

_____. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Brasília, 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 07 jul. 2012.

_____. **Lei n. 8.981**, de 20 de janeiro de 1995. Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências. Brasília, 20 de janeiro de 1995. Brasília, 20 de janeiro de 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8981.htm>. Acesso em: 25 nov. 2012.

_____. **Lei n. 9.249**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências. Brasília, 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9249.htm>. Acesso em: 25 nov. 2012.

_____. **Lei n. 9.250**, de 26 de dezembro de 1995. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas físicas e dá outras providências. Brasília, 26 de dezembro de 1995. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9250.htm>. Acesso em: 25 nov. 2012.

_____. **Medida Provisória n. 2.158-25**, de 24 de agosto de 2001. Altera a legislação das Contribuições para a Seguridade Social - COFINS, para os Programas de Integração Social e de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PIS/PASEP e do Imposto sobre a Renda, e dá outras providências. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/MPV/2158-35.htm>. Acesso em: 26 nov. 2012.

BRENNAN, M. J. Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy. **National Tax Journal**, v. 23, n. 4, p. 417-427, 1970.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista de Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 18-29, 2008.

_____; CORRAR, Luiz J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 43, p. 9-19, 2007.

BRITO, Ricardo D.; SILVA, Júlio Cesar G. da. Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida no Brasil. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 35, n. 1, p. 37-79, 2005.

BRITO, Ricardo D.; SILVA, J. Testando as previsões de *trade-off* e *pecking order* sobre dividendos e dívida no Brasil. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 3, 2003, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2003.

_____; LIMA, Mônica R; SILVA, Júlio C. O crescimento da remuneração direta aos acionistas no Brasil: economia de impostos ou mudança de característica das firmas?. **Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 62-81, 2009.

BUENO, Artur Franco. Os dividendos como estratégias de investimentos em ações. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 13, n. 28, p. 39-55, 2002.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. Tradução de Lucia Simonini. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CORRAR, Luiz J.; PAULO, Edilson; DIAS FILHO, José Maria (Coords.). **Análise multivariada**: para os cursos de administração, ciências contábeis e economia. 1. ed. 2007, 3. reimpr. São Paulo: Atlas, 2011.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. O impacto da política de dividendos sobre a rentabilidade de títulos negociados na Bovespa de 1994 a 2000. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 26, 2002, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2002. Disponível em: <http://www.anpad.com.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=49&cod_evento_edicao=6&cod_edicao_trabalho=2510>. Acesso em: 02 nov. 2012.

CORSO, Renato Marques; KASSAI, José Roberto; LIMA, Gerlando Augusto Franco Sampaio. Distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio *versus* retorno das ações. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 6, n. 2, art. 3, p. 154-169, 2012.

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: Uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 1, p. 16-29, 2007.

DAVID, Marcelino; NAKAMURA, Wilson Toshiro; BASTOS, Douglas Dias. Estudo dos modelos *trade-off* e *pecking order* para as variáveis endividamento e *payout* em empresas brasileiras. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 132-153, 2009.

DECOURT, Roberto Frota; PROCIANOY, Jairo Laser. O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 4, p. 461-498, 2012.

DIEHL, Carlos Alberto et al. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v. 4, n. 2, p. 18-35, 2010.

EASTERBROOK, F. H. Two agency: cost explanations of dividends. **American Economic Review**, v. 74, n. 4, p. 650-659, 1984.

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

_____; MACBETH, J. Risk, return and equilibrium: empirical tests. **Journal of Political Economy**, v. 81, p. 607-636, 1973.

_____; _____. Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt. **The Review of Financial Studies**, New York, v. 15, n. 1 p. 1-33, Mar. 2002.

FARRAR, Donald E; SELWYN, Lee L. Taxes, corporate financial policies and returns to investors. **National Tax Journal**, v. 20, n. 4, p. 444-454, Dec. 1967.

FERREIRA JUNIOR, Wanderley Ottoni; NAKAMURA, Wilson Toshiro; MARTIN, Diógenes Manoel Leiva. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas na Bovespa. **Revista FACEF Pesquisa**, v. 12, n. 12, 2010.

FREIRE, Hércules Vander de Lima et al. Dividendos e lucros anormais: um estudo nas empresas listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 16, n. 39, p. 47-67, 2005.

FUTEMA, Mariano Seikitsi; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; KAYO, Eduardo Kazuo. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre capital próprio: testes no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

GONZAGA, Rosimeire Pimentel; COSTA, Fábio Moraes da. A relação entre o conservadorismo contábil e os conflitos entre acionistas controladores e minoritários sobre a política de dividendos nas empresas brasileiras listadas na Bovespa. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 50, p. 95-109, 2009.

GORDON, M. J. Dividends, earnings and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, Harvard, v. 41, n. 2, part 1, p. 99-105, May 1959.

GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 60, n. 2/3, p. 1-53, 2001.

HAHN, Aucilene Vasconcelos et al. Um estudo sobre a relação entre a concentração acionária e o nível de payout das empresas brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 3, p. 15-48, 2010.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. L. Aspectos determinantes do pagamento de proventos em dinheiro das empresas com ações negociadas na Bovespa. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, Atibaia. **Anais...** Atibaia: ANPAD, 2003. Disponível em: <http://www.anpad.com.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=48&cod_evento_edicao=7&cod_edicao_trabalho=1869>. Acesso em: 02 nov. 2012.

HOLANDA, Allan Pinheiro; COELHO, Antonio Carlos Dias. Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. **Revista Administração de Empresas**, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.

IQUIAPAZA, R. A.; BARBOSA, F. V.; BRESSAN, A. A. Dividendos: plano real, imposto de renda e sinalização nas empresas listadas na Bovespa: 1986 a 2003. ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 5, 2005, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: SBFIN, 2005. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/1EBF/paper/viewFile/1712/823>>. Acesso em: 26 out. 2012.

_____; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. Assimetria de informações e pagamento de proventos em dinheiro na Bovespa. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPAD, 2006. Disponível em: <www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-ficd-1472.pdf>. Acesso em: 26 out. 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: FIECAFI. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KURONUMA, A. M.; LUCCHESI, E. P.; FAMÁ, R. Retornos anormais acumulados no período pós pagamento de dividendos: um estudo empírico no mercado brasileiro. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2004. Disponível em: <http://www.congressosp.fiecafi.org/artigos42004/an_resumo.asp?cod_trabalho=393>. Acesso em: 27 out. 2012.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: um estudo aplicado às companhias brasileiras negociadas na Bovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, n. 40, p. 52-66, 2006.

_____; _____. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, ed. comemorativa, p. 39-53, 2003.

MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; DAHER, Cecílio Elias. Testando teorias alternativas sobre a estrutura de capital nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 1, 2008.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. **The Journal of Business**, Chicago, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco; TAMBOSI FILHO, Elmo; GARCIA, Fabio Gallo. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração**, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

MOTA, D. C; EID JUNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 34, 2010, Rio de Janeiro. **Anais eletrônicos...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2010. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 02 nov. 2012.

MYERS, S. C. The capital structure puzzle. **Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 575-592, 1984.

_____; MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, p. 187-221, 1984.

NOSSA, S. N.; NOSSA, V.; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes?. CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7, 2007, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=654>. Acesso em: 28 out. 2012.

NOVIS NETO, Jorge Augusto; SAITO, Richard. Pagamentos de dividendos e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro. **RAUSP - Revista de Administração**, v. 38, n. 2, p. 135-143, 2003.

PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro; ZANINI, Alexandre; SANTOS, Aline Barreto dos. Pagamento de proventos versus preços de ações maduras e em expansão segundo Kohonen Maps. **Revista de Administração de Empresas**, v. 49, n. 2, p. 132-146, 2009.

PIETRO NETO, José de; GALLI, Oscar Claudino; DECOURT, Roberto Frota. Proventos. A teoria da sinalização: variações de mercado. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 11, n. 4, p. 150-168, 2011.

PROCIANOY, Jairo Laser. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **RAUSP - Revista de Administração**, v. 31, n. 2, p. 7-18, 1996.

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

PROCIANOY, Jairo Laser; VERDI, Rodrigo dos Santos. Clientela em dividendos, novos elementos e novas questões: o caso brasileiro. **RAE-eletrônica**, v. 8, n. 1, art. 1, 2009.

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

RAMOS, C. F. A influência da tributação sobre o retorno das ações em função da distribuição de dividendos feitas pelas companhias negociadas na Bovespa: um estudo do mercado brasileiro. ENANPAD, 1997. **Anais eletrônicos...** ANPAD, 1997. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acesso em: 02 nov. 2012.

ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. 2. ed. 10. reimpr. São Paulo: Atlas, 2010.

SALOTTI, Bruno Meirelles; SANTOS, Ariovaldo dos. Retenção de lucros versus investimentos: as companhias abertas do mercado brasileiro estão cumprindo as normas legais?. **Revista de Informação Contábil**, v. 3, n. 4, p. 66-80, 2009.

SILVA, André Luiz Carvalho da. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.

SILVA, S. M. B. The influence of agency costs on the dividend policy of brazilian listed companies. ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 27, 2003, Atibaia. **Anais**. Atibaia: ANPAD, 2003. Disponível em: <http://www.anpad.org.br/evento.php?acao=trabalho&cod_edicao_subsecao=48&cod_evento_edicao=7&cod_edicao_trabalho=1855>. Acesso em: 02 nov. 2012.

WALTER, James E. Dividend policy: its influence on the value of the enterprise. **Journal of Finance**, n. 18, p. 280-291, 1963.