

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS**  
**UNIDADE ACADÊMICA DE EDUCAÇÃO CONTINUADA**  
**MBA EM CONTROLADORIA E FINANÇAS**

**PEDRO VITOR KIPPER**

**POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS JOVENS:**  
**estudo de caso sobre a política de dividendos na empresa “X”**

**São Leopoldo**  
**2015**

Pedro Vitor Kipper

POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS JOVENS:  
estudo de caso sobre a política de dividendos na empresa “X”

Artigo apresentado como requisito parcial  
para obtenção do título de Especialista em  
Controladoria e Finanças, pelo MBA em  
Controladoria e Finanças da Universidade  
do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof. Dr. João Alberto Minussi

São Leopoldo

2015

## POLÍTICA DE DIVIDENDOS EM EMPRESAS JOVENS

Pedro Vitor Kipper, Graduado em Administração pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos, é Gerente Comercial para o Rio Grande do Sul na empresa "X".

*E-mail:* pvkipper@gmail.com

Resumo: A política de dividendos é um tema polêmico que divide autores. A falta de consenso faz com que pesquisadores declarem tanto que a estratégia adotada é irrelevante, como que entendem sua importância para captar recursos ou então demonstrarem a saúde financeira para acionistas e o mercado. Para relacionar os estudos existentes com a atualidade e melhores práticas que estão sendo adotadas, esta pesquisa buscou aprofundar-se na realidade da empresa "X", uma companhia com quatro anos de atividades, com necessidade de investimentos e buscando grande crescimento nos próximos anos. Por meio de entrevistas em profundidade com acionistas da empresa, foi analisado se há uma política de dividendos ideal para organizações jovens e com o mesmo perfil. Foi realizado um breve estudo sobre a saúde financeira de "X" e análise de como seria financiado o maior projeto de investimento que possui para os próximos anos e qual a relação com a política de retenção de lucros. O resultado encontrado, também baseado na *pecking order theory*, identifica que a empresa estudada adota um modelo de acordo com as suas necessidades de reinvestimento de lucros e distribuição apenas dos dividendos de acordo com a lei brasileira. Porém, como existe divergências entre autores e necessidade e realidades específicas em cada entidade, não há como garantir que o modelo adotado pode ser estendido às outras empresas de perfil similar.

Palavras-chave: Política de dividendos. Distribuição de lucros. Empresas jovens. Investimentos. Autofinanciamento.

### 1 INTRODUÇÃO

Encontrar fontes de financiamento é um dos maiores desafios que os administradores precisam superar. No caso das empresas jovens, este desafio se torna especialmente difícil pois existe desconfiança e incerteza sobre o futuro da entidade por parte do mercado financeiro e de outros possíveis investidores. Portanto, o autofinanciamento é um dos principais caminhos quando os próprios sócios não estão dispostos a continuar injetando capital para manter o crescimento da organização.

A estratégia que a empresa adota quanto à política de dividendos é crucial para a entidade. Tanto que LOSS & SARLO NETO (2003) afirmam que,

A política de dividendos não é apenas uma decisão sobre o quanto pagar ao acionista. Ela é também uma decisão sobre o quanto ficará retido na entidade, bem como dos motivos que levaram a esta retenção.

Esta definição sobre política de dividendos demonstra que a decisão que é tomada pelos acionistas da empresa sobre a retenção ou não dos lucros poderá, por exemplo, ser responsável pela viabilidade de um determinado projeto. Especialmente para empresas jovens, a estratégia ganha ainda mais importância à medida de que tais entidades buscam crescimento e consolidação de sua posição no mercado no qual estão inseridas.

O estudo por parte dos acionistas sobre a melhor política de dividendos a ser adotada é um desafio. Os interesses de rentabilidade do próprio investidor devem estar em consonância com o resultado esperado para a empresa tanto de curto como longo prazo. O acionista tem a opção de buscar o retorno através do pagamento do dividendo e com o ganho de capital com a geração de valor pela empresa.

Alguns indicadores que demonstram a saúde financeira da empresa podem estar relacionados com a política de dividendos. O nível de endividamento e o índice de liquidez estão relacionados com o passivo da organização. Se não for necessário captar recursos externos e a empresa utilizar seu próprio capital para investimentos, demonstrará bons indicadores, valorizando a entidade.

Neste artigo o foco do estudo é dirigido às organizações jovens como é o caso da empresa “X” que completou em abril de 2015 quatro anos de atividades. Atua no setor de logística, mais especificamente nas áreas de armazenagem, distribuição e transporte ferroviário em contêineres.

Apesar de ter iniciado recentemente suas operações, é líder em algumas das áreas em que atua e busca grande crescimento para os próximos anos. Em 2013 foi avaliada em 1.8 bilhão de reais e recebeu investimentos de um fundo ligado ao governo federal através de *equity*. Este fundo busca alavancar o desenvolvimento de “X” ao longo da próxima década, principalmente por ser uma companhia voltada a transportes com menores taxas de poluição do que o habitual transporte rodoviário, que hoje domina a matriz de transportes brasileira.

O crescimento da empresa em seus primeiros anos de atividade tem sido bastante elevado e seus resultados financeiros sempre acima do orçado. Portanto, este estudo tem como objetivo avaliar se a política de dividendos adotada pela

entidade é a mais adequada para a sua expansão e perenidade, bem como avaliar a saúde financeira da empresa e analisar qual a fonte de financiamento para investimentos para novos projetos.

Para atingir este objetivo também será analisado se a opção por determinada política de dividendos da empresa “X” encontra subsídios em literatura apropriada para fundamentar a decisão dos administradores. Além disto, busca-se entender se empresas jovens devem adotar políticas similares ou se devem fazer ajustes personalizados aos seus interesses.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Miller e Modigliani (1961) foram responsáveis por um estudo que trouxe controvérsia ao assunto política de dividendos. Os autores declararam que a política de dividendos adotadas pelas empresas era irrelevante. Naquela época, baseado em Lintner (1956) e Gordon (1959), os investidores davam sempre preferência ao ganho em dividendos, ao invés de optarem por ganho de capital.

Miller e Modigliani (1961) também apresentaram estudos onde verificaram que o valor das ações não é impactado pela retenção ou não dos lucros da entidade. A valorização da empresa está na sua política de investimentos. Se não há uma grande distribuição de lucros, a empresa consegue financiar seus investimentos com as retenções (dinheiro dos atuais sócios). Porém se a distribuição é maior, atrairia novos investidores que irão, portanto, financiar os investimentos.

Existem hoje diversos estudos sobre políticas de dividendos e diversos fatores são levados em conta para se definir de que forma as empresas devem atuar. Os impostos, por exemplo, são um item que sempre deve ser levado em conta já que o impacto tanto para a empresa como para o acionista pode ser grande. Outro aspecto importante refere-se a como a empresa pretende financiar seus projetos. A política de dividendos de retenção dos lucros é uma das formas de fomentar o autofinanciamento.

Martins e Famá (2012) fizeram um estudo onde analisam diversas visões de autores que falam sobre a política de dividendos no Brasil. É possível identificar neste artigo algumas divergências de autores como o pensamento radical que defende a menor distribuição de dividendos para manter o preço das ações da empresa em um patamar alto, como também a ideia de pagar mais dividendos para

reduzir o conflito e agência, já que os recursos à disposição dos administradores serão menores.

Nestas empresas, o maior desafio é alcançar alto crescimento e, portanto, a política de dividendos deve estar alinhada de forma que exista uma relação com os investimentos que serão feitos na empresa.

Freitas e Costa (1990) identificaram que o lucro líquido é o fator que mais contribui para a política de dividendos e que a decisão sobre investimentos independe da política aplicada. Da mesma forma, Futuema, Basso e Kayo (2009) indicam que os investimentos são absorvidos pelo endividamento, portanto não relacionando a política de dividendos com os investimentos da empresa.

Existem ainda estudos que buscam entender como as empresas pensam para tomar suas decisões. Um importante exemplo é a *pecking order theory*, teoria da hierarquia das fontes, que segundo Martins e Famá (2012), pressupõe que as companhias tendem a evitar criar dívidas para fazerem seus investimentos, já que podem utilizar o lucro retido para tal efeito. Portanto, a distribuição de lucros irá ser menor quando houverem investimentos. Esta estratégia faz com que as organizações consigam investir e ainda assim mantenham um endividamento relativamente baixo.

A teoria da sinalização é um importante fator a ser levado em conta quando da decisão sobre a política de dividendos da empresa. Existem diversos estudos relacionados à teoria, mas também existe divergência nos resultados encontrados. LOSS & SARLO NETO (2003) apresentam pesquisas de diversos autores onde podemos verificar tanto que o pagamento de dividendos é uma ferramenta da gerência para transmitir informações da entidade ao mercado como que não existam dados significativos sobre a saúde financeira de uma empresa que possa ser transmitido através da distribuição de lucros.

A teoria de agenciamento, por sua vez, é conflitante com a visão de MILLER & MODIGLIANI (1961). Esta teoria indica que a distribuição dos lucros é de fato importante para que a retenção de valores evite que os administradores façam investimentos em projetos improdutivos ou então para uso pessoal. Assim, a possibilidade de conflitos entre acionistas e administradores diminui.

Já BUENO (2002) relata que a divisão dos lucros da empresa também está relacionada com a questão tributária. Segundo a teoria da preferência tributária, a política de dividendos será aplicada de acordo com o que trazer menos encargos

entre ganho de capital ou dividendos. O estudo também sugere que se a taxação for igual, o acionista irá optar pelo não recebimento de dividendos, já que desta forma ele irá postergar o pagamento dos impostos.

No Brasil é importante ressaltar que existem leis que determinam um valor mínimo de distribuição de dividendos de 25% do lucro ajustado. A lei 6.404/76 e posteriormente a 10.303/01 regulamentam este assunto. No país também foi criado uma outra forma de remuneração para os investidores que é através dos juros sobre o capital próprio, limitados à taxa de juros de longo prazo (lei 9.249/95). A empresa tem autonomia para optar, desde que cumpra com os mínimos exigidos na legislação vigente.

### **3 METODOLOGIA**

Neste capítulo pretende-se demonstrar como a pesquisa foi realizada e quais foram as técnicas e métodos para a coleta e análise de dados. O capítulo descreve o delineamento da pesquisa, as técnicas de coletas de dados, as técnicas de análise de dados e as limitações do estudo e método.

A metodologia é, segundo Collis e Hussey (2005, p. 30), uma explicação do por que você coletou determinados dados, que dados coletou, de onde, quando e como os coletou e como foram analisados.

Este artigo caracteriza-se como um estudo de caso qualitativo exploratório, que buscará verificar se através da empresa "X" existe uma política de dividendos mais adequada para empresas jovens, uma vez que estas empresas buscam crescimento e investimentos para consolidarem-se como importantes *players* no mercado. Pode-se ainda classificar esta pesquisa como um estudo de caso único, uma vez que todo o trabalho foi realizado baseado na pesquisa e análise das atividades da empresa "X".

A escolha desta empresa está relacionada com a facilidade de acesso às informações que o pesquisador possui, bem como as características da organização que foi criada recentemente e possui alto crescimento. Além disto, a empresa busca no mercado investimentos para manter seu forte crescimento dos primeiros quatro anos de atividade.

Neste estudo de caso a coleta de dados foi realizada através de entrevistas e observações. A entrevista é uma fórmula de diálogo assimétrico, em que uma das

partes busca coletar dados e a outra se apresenta como fonte de informação (GIL, 2008, p.109). Gil (2008) ainda afirma que a entrevista é uma das técnicas mais utilizadas no âmbito das ciências sociais e também é a mais flexível de todas as formas de coleta de dados que dispõem as ciências sociais.

A entrevista foi realizada no mês de agosto de 2015 com dois acionistas da empresa "X", sendo que o entrevistado "A" é majoritário e o entrevistado "B" é sócio minoritário. As entrevistas realizadas foram em profundidade, através de uma conversa presencial de aproximadamente três horas cada, com um breve roteiro estabelecido. Segundo Hair *et al.* (2005), a entrevista em profundidade é uma seção de discussão aprofundada e não estruturada, que dura várias horas, focando em geral um único indivíduo.

O objetivo das questões foi inicialmente conhecer e entender o momento pessoal e profissional dos entrevistados e como isto poderia afetar as decisões que seriam tomadas relacionadas com as estratégias da empresa. Posteriormente foram questionados mais especificamente sobre a entidade, as estratégias adotadas referente a política de dividendos e qual a relação que esta política possui com o crescimento da empresa nos próximos anos, mais especificamente sobre o modelo de financiamento de novos projetos. Desta forma seria possível entender a visão dos empresários, quais os motivos das decisões tomadas e por fim, fazer uma relação das respostas obtidas com a fundamentação teórica existente em pesquisas já realizadas por diferentes autores, saúde financeira da empresa e análise financeira de um novo projeto de "X".

Foi elaborado um breve roteiro de perguntas para que o objetivo da entrevista fosse atingido, diminuindo o risco de dispersões na conversa, já que esta seria bastante informal e flexível. As perguntas estão relacionadas no quadro que segue.



Quadro 1 – Questionário direcionado aos sócios da empresa “X”

1	Quais são as suas experiências profissionais anteriores?
2	Como sua experiência profissional se relaciona com a empresa “X”?
3	Como você fundamenta a tomada de decisões?
4	Como e por quem são tomadas as decisões estratégicas da empresa?
5	Qual é a política de dividendos da empresa “X” e porquê?
6	Você acha que esta política deve ser adotada por todas as empresas jovens?
7	Como você relaciona a política de dividendos da empresa com o investimento em novos projetos?
8	A empresa possui projetos de investimento?
9	Como estes projetos estão sendo financiados?
10	Qual o retorno esperado pelos acionistas para novos projetos?

Fonte: Elaborado pelo autor.

Por ser funcionário da empresa foco deste estudo de caso, o autor também utilizou o método de observação para obter informações da empresa e leitura de materiais como balanços patrimoniais, demonstrativos de resultado de exercícios e análises de projetos. A observação, como técnica de coleta de dados, permite ao pesquisador obter informações sobre a realidade dos participantes da pesquisa no próprio ambiente estudado. Essa técnica não consiste apenas em usar os sentidos para se observar (como usualmente fazemos no dia a dia), mas também em examinar, com auxílio de instrumentos objetivos, fatos ou fenômenos a estudar (LAKATOS; MARCONI, 2009, p.76).

Os dados coletados através das entrevistas, observações e leituras serão qualitativos, gerando uma grande quantidade de informações. Estes serão organizados, tratados e então transcritos para que possam gerar resultados confiáveis e entender se existe uma política de dividendos adequada às empresas jovens.

### 3.1 LIMITAÇÕES DE ESTUDO

O assunto política de dividendos não possui um consenso entre os diversos autores que já escreveram sobre o assunto. Da mesma forma, empresários, acionistas e empresas também divergem sobre o tema.

Para se ter uma visão mais clara sobre o pensamento de empresas jovens e seus acionistas sobre as estratégias que deveriam ser adotadas, o estudo deveria abranger mais empresas e de características diferentes. Porém, o autor encontrou dificuldades em encontrar companhias com o perfil abordado nesta pesquisa sobre distribuição de dividendos em empresas jovens e que estariam dispostos a terem suas organizações estudadas. Com isto, buscou-se aprofundar o estudo na empresa “X” e basear nela as conclusões de pesquisa e relação das informações com a bibliografia existente.

O autor também encontrou dificuldades em obter informações além das que a empresa está obrigada a publicar por ser uma sociedade anônima. Os projetos que a empresa possui ainda tramitam em caráter sigiloso. Portanto apenas o principal projeto, que já é de conhecimento do mercado, teve alguns de seus dados liberados para análise.

A companhia alvo deste estudo de caso, bem como seus acionistas, solicitaram que não tivessem os nomes divulgados na pesquisa. Este fato dificultou a apresentação da empresa, que seria importante para demonstrar o contexto na qual está inserida. Apesar disto, buscou-se salientar alguns dados importantes de “X” que contribuíram no decorrer da pesquisa.

#### **4 RESULTADOS**

A política de dividendos é um assunto recorrente para os acionistas da empresa “X”. Durante as entrevistas foi verificado que o acionista “A”, que é majoritário, possui uma clara definição do que acredita ser a melhor política para a empresa. Já o acionista “B”, entende que a estratégia deve ser analisada e revista regularmente, de acordo com as necessidades e momento pelo qual a empresa esteja passando.

Através da pergunta 1 foi possível verificar que o entrevistado “A” é um empresário de sucesso que possui quatro negócios distintos. A empresa “X” é seu mais recente e promissor investimento e, portanto, possui grandes expectativas dos rumos que gostaria que a empresa seguisse. Seu sucesso com suas outras companhias faz com que não necessite retorno imediato do dinheiro investido. Desta forma, sua prioridade é de ganho de capital, já que suas finanças pessoais são saudáveis e não necessita que a empresa lhe pague dividendos.

Apesar das grandes expectativas do empresário “A” no sucesso da empresa, ele não pretende mais efetuar investimentos com seu capital pessoal. A decisão foi de que após os primeiros anos de atividade da companhia, ela deve crescer com o aporte de outros investidores e com recursos próprios.

Da mesma forma através do questionamento 1, verifica-se que entrevistado “B” está tendo sua primeira experiência como investidor na empresa “X”. Também fundador da empresa, anteriormente ele era um renomado executivo de uma multinacional alemã. Sua atividade profissional anterior lhe rendeu capital que foi investido quase que integralmente neste negócio e, portanto, possui uma expectativa muito grande de retorno financeiro, bem como tem uma necessidade imediata de retorno do investimento.

A atividade profissional de “B” lhe proporcionou – e também exigiu – que seu crescimento profissional estivesse ligado ao seu desenvolvimento acadêmico. Portanto este profissional busca atrelar suas decisões gerenciais em autores que estuda regularmente.

“A” e “B” deixaram claro que apesar da diferença de participação no capital da empresa, toda a tomada de decisão é compartilhada, como é evidenciado na resposta à questão 4. A juventude da empresa facilita a negociação entre ambos pois existe uma clara busca pelo crescimento rápido do negócio, porém com sustentabilidade para garantir a perenização da organização. Isto vale para questões sobre como financiar novos projetos que estão sendo estudados pela empresa e que demandam grandes investimentos.

A política de dividendos adotada pela empresa “X” é a de distribuir apenas o mínimo exigido pela lei brasileira, que é 25% do lucro líquido ajustado. Porém, a empresa adota um mecanismo de sempre que possível e se julgar interessante, investir na compra de ativos ou em novos projetos. Assim, o lucro líquido ao final do ano da empresa reduz, diminuindo o valor a ser dividido entre os acionistas. Segundo “A”, esta decisão foi tomada para que a empresa utilize o máximo possível de capital próprio para crescer, investindo em novos projetos como o transporte de contêineres na ferrovia norte-sul. Esta estratégia está alinhada com suas necessidades pessoais, já que busca ganho de capital com a valorização da empresa.

O entrevistado “B” vai além na explicação sobre a decisão de não distribuir dividendos. Ele acredita que além de reinvestimento do lucro para o crescimento do negócio, a não distribuição dos dividendos faz com que o mercado entenda que os

sócios estão buscando o crescimento da empresa e não crescimento financeiro pessoal e imediato. Com isto, entende que será mais fácil atrair outros investidores em um curto espaço de tempo, como ocorreu com o fundo de *equity* do governo brasileiro que se associou a “X”. Também entende que isto fará o valor das ações que possui aumentar.

Apesar disto, “B” espera que após a entrada de novos acionistas, consolidação e fortalecimento financeiro da empresa, será iniciado o pagamento de dividendos, já que pretende manter a sua participação dentro da empresa. Pessoalmente não pretende lucrar com ganho de capital, já que para isto teria que vender uma parcela do que possui de ações.

Quando questionados sobre se acreditam que estão adotando a melhor política de dividendos para empresas jovens, ambos são unânimes ao afirmar que sim. Novamente o principal argumento para esta decisão é que entendem que a empresa precisa que todo o dinheiro gerado seja reinvestido. Também mencionam que empresas com as mesmas características não devem neste início de atividade sobrepor os interesses pessoais dos acionistas aos interesses da própria empresa que busca perpetuação no mercado no qual está inserida.

Os empresários também relacionaram a opção pela retenção dos lucros com o investimento em novos projetos. Eles entendem que o autofinanciamento ajudará a empresa a crescer sem aumentar o endividamento, mantendo seu índice de alavancagem financeira favorável.

Verificou-se ainda que “X” apresentou projeto de expansão em sua atuação no mercado nacional através de utilização da ferrovia norte-sul. O investimento estimado em aproximadamente R\$ 192 milhões busca, através do transporte ferroviário, oferecer uma alternativa para transportar cargas entre São Paulo e Manaus. Hoje as opções existentes são o transporte rodoviário e marítimo. O investimento consiste na compra de locomotivas, vagões, contêineres próprios para o transporte e construção de terminal intermodal. A empresa tem expectativa de retorno do investimento em 10 anos. Este é o principal projeto de investimentos que a empresa possui.

Os acionistas entendem que a retenção dos lucros é fundamental para a viabilização deste projeto, uma vez que mesmo demonstrando alto e rápido retorno, não pretendem buscar todo o recurso necessário no mercado financeiro. Assim a

empresa evita aumentar seu endividamento, tornando-a mais atrativa para novos investidores.

Para que este investimento ocorra, os sócios da empresa exigem um retorno de 15%, como mencionam “A” e “B”, sobre o capital que irão investir. Este valor é calculado baseado na inflação, taxa de retorno que conseguiriam obter em investimentos seguros como o tesouro nacional e o fator risco, já que apesar dos bons indicativos apresentado pelos administradores da empresa, problemas podem ocorrer ao longo da implementação e o projeto não apresentar os índices de lucratividade inicialmente esperados.

## 5 DISCUSSÃO

A empresa “X”, com quatro anos de atividade, opta por distribuir o mínimo de dividendos exigido por lei aos sócios da empresa, garantindo que a maior parte do resultado gerado seja reinvestido no próprio negócio. Isto é evidenciado na resposta à questão 5. Os acionistas acreditam que esta medida também é um fator que demonstra a possíveis investidores que a empresa busca ganho de capital e assim as ações da empresa acabam se valorizando. Além disto, a resposta recebida por ambos à pergunta 6 demonstra a confiança por parte dos empresários que estão tomando a decisão correta.

Verifica-se também que não há por parte dos atuais investidores da empresa uma necessidade de retorno financeiro imediato. Isto demonstra que o planejamento da empresa é feito a longo prazo, outro fato importante na avaliação de possíveis financiadores ou investidores.

Verificamos que a *pecking order theory* é um dos estudos que dá respaldo à ideia dos acionistas de “X”. Eles buscam fazer investimentos na empresa sem gerar endividamento. Desta forma, o caminho adotado é reinvestir o lucro da empresa.

Já Silva (2003), seria contrário ao pensamento dos acionistas da empresa “X”. Apesar de não classificar sua pesquisa em empresas jovens ou não, acredita que a distribuição de dividendos reduz o risco de custos de agência. Ou seja, seus estudos apontam que empresas com fluxo de caixa livre incorrem em maiores problemas que os administradores podem gerar fazendo investimentos em projetos que não dão retorno ou utilizam em benefício próprio. Porém o mesmo autor deixa claro que quando existem investimentos, este risco não é tão grande.

Miller e Modigliani (1961), por sua vez, não dariam tanta importância à política de dividendos adotada. Os autores acreditam que o valor da empresa está relacionado principalmente pela capacidade de geração de valor e risco de negócio. Ou seja, a capacidade dos ativos gerar lucro é um fato mais importante na avaliação de uma empresa do que a forma como o resultado é dividido entre seus acionistas.

Verifica-se que a estratégia de reinvestimento dos lucros na empresa tem respaldo de alguns autores, mas novamente não existe unanimidade. Ainda assim, os resultados da empresa têm demonstrado que a companhia consegue crescer utilizando o valor que estaria distribuindo a seus acionistas. Isto está garantindo um baixo endividamento e tornando a empresa bastante atrativa para outros possíveis acionistas.

Sendo que não existe uma clara fundamentação na bibliografia sobre a melhor política de dividendos que deve ser adotada por empresas jovens, pode-se comprovar o acerto da opção de reter lucros através de algumas análises financeiras da empresa relacionadas com seu endividamento. Assim, é possível verificar se a não distribuição dos dividendos está influenciando a empresa positivamente e se a empresa possui capital para autofinanciar suas atividades e projetos de expansão dos seus negócios.

Para estas análises foi utilizado como referência o balanço patrimonial apresentado por "X" em 31.12.2014.

Quadro 2 – Balanço Patrimonial empresa “X” (em milhares de reais)

31.12.2014

Ativo		Passivo e patrimônio líquido	
Circulante		Circulante	
Caixa e equivalentes de caixa	4.991	Fornecedores	27.217
Títulos e valores mobiliários	368.856	Empréstimos e financiamentos	34.868
Contas a receber	34.906	Obrigações tributárias	10.962
Conta vinculada I	289	Obrigações sociais e trabalhistas	7.801
Outras contas a receber	640	Partes relacionadas	27.365
Impostos a recuperar	17.148	Dividendos a pagar	12.359
Partes relacionadas	24.165	Conta vinculada I	289
Despesas antecipadas	2.220	Outras contas a pagar	1.384
Adiantamentos a fornecedores e funcionários	732		<b>122.245</b>
Estoques	453		
	<b>454.400</b>	Não circulante	
		Empréstimos e financiamentos	224.458
Não circulante		Impostos diferidos	12.363
Realizável a longo prazo		Partes relacionadas	4.107
Depósitos judiciais	5.538	Provisão para contingências	6.601
Conta vinculada II	730	Repasses a efetuar	730
Impostos a recuperar	5.857	Outras contas a pagar	496
Outras contas a receber	250		248.755
	<b>12.375</b>		
		Total do passivo	<b>371.000</b>
Imobilizado	462.768		
Intangível	9.169	Patrimônio líquido	
	<b>471.937</b>	Capital social	128.486
		Reserva de capital	361.366
		Reserva de lucros	77.860
			<b>567.712</b>
Total do ativo	<b>938.712</b>	Total do passivo e patrimônio líquido	<b>938.712</b>

Fonte: Empresa “X”

O índice de liquidez da empresa “X” também demonstra resultado bom. Através da fórmula:  $Liquidez = (\text{disponível} + \text{contas a receber} + \text{estoques}) / \text{total do passivo}$ , encontra-se o resultado de 1,10. Ou seja, para cada R\$ 100,00 que a empresa possuir de dívidas, a companhia possui R\$ 110,00 para quitá-la. Este indicador torna a empresa atrativa para investidores que verificam que as dívidas da empresa estão sob controle, ou seja, a empresa possui capital para garantir o pagamento de dívidas.

A empresa apresentou em 2014 lucro líquido de aproximadamente R\$ 52 milhões e distribuiu os 25% exigidos por lei, ou seja, pouco mais de R\$ 12 milhões. A retenção do restante valor capitaliza a empresa, a torna mais forte e diminui a necessidade de capital de terceiros para investimentos em projetos como a operação na ferrovia norte-sul.

O nível de endividamento, calculado através da divisão do total do passivo pelo total do ativo, indica a dependência que a empresa possui de capital externo como bancos. O total do passivo da empresa em 31.12.2014 foi de R\$ 371 milhões, enquanto o total do ativo foi de R\$ 938,7 milhões. Desta forma, verifica-se que o endividamento da empresa é de aproximadamente 39,5%. Este índice é bom já que a empresa apresenta que 60,5% do financiamento dos seus ativos ocorreu com capital próprio.

Por fim, o grau de alavancagem financeira, outro importante indicador para verificar se o retorno do ativo total é maior que a remuneração paga pelo capital de terceiros, também demonstra que a saúde econômica da empresa, apesar de possuir apenas quatro anos de atividade, também é boa. Através da divisão do lucro antes de juros e imposto de renda (LAJIR) pelo lucro antes do imposto de renda (LAIR). Sendo que o LAJIR da empresa, apresentados no quadro 3, em 31.12.2014 foi de R\$ 72,09 milhões e LAIR de R\$ 60,588 milhões, obtém-se resultado maior que um, mais precisamente 1,19. Desta forma, a alavancagem financeira é favorável, já que o capital de terceiros está contribuindo para gerar retorno adicional a favor do acionista.



## Quadro 3 – Demonstrativo de resultado empresa “X” - 2014

<b>Demonstrativo resumido do resultado de exercício findo em 31.12.2014 (em milhas de reais)</b>	
	2014
<b>Operações continuadas</b>	
Receita líquida de vendas	288.054
Custos dos serviços prestados	-215.675
<b>Lucro bruto</b>	72.379
Despesas gerais e administrativas	-41.115
Outros ganhos operacionais, líquidos	15.679
<b>Lucro operacional antes do resultado financeiro e dos impostos de renda e contribuição social</b>	46.943
Receitas financeiras	43.030
Despesas financeiras	-14.176
<b>Receitas (despesas) financeiras, líquidas</b>	28.854
<b>LAJIR</b>	72.090
<b>LAIR</b>	60.588
<b>Lucro Líquido do exercício</b>	52.038

Fonte: Empresa “X”

Através do projeto de operação da ferrovia norte-sul que é apresentado a seguir, consegue-se verificar a importância da retenção dos lucros como fonte de financiamento para a empresa. De acordo com o balanço patrimonial de “X” apresentado em 31.12.2014, o investimento neste projeto representaria 29% do seu patrimônio líquido.

O passo inicial para se estudar a viabilidade do processo foi a simulação do resultado dos exercícios nos primeiros cinco anos. A elaboração do demonstrativo dos resultados do exercício é bastante complexa pois é preciso montar todos os custos envolvidos no negócio, bem como formar a tarifa de venda do serviço e projetar o volume transportado de acordo com a capacidade instalada.

No quadro 4 é possível verificar um resumo do que a empresa acredita que será o lucro líquido dos primeiros períodos após o início das atividades.

Quadro 4 – Demonstrativo de resultado dos exercícios projeto norte-sul (em milhares de reais)

<b>DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO</b>					
<b>R\$ '000</b>	<b>2.016</b>	<b>2.017</b>	<b>2.018</b>	<b>2.019</b>	<b>2.020</b>
<b>VOLUME (Ctnrs)</b>	<b>14.400</b>	<b>21.600</b>	<b>28.800</b>	<b>36.000</b>	<b>43.200</b>
<b>ROB</b>	<b>158.400</b>	<b>254.232</b>	<b>362.704</b>	<b>485.117</b>	<b>622.890</b>
PIS (1,65%)	-2.614	-4.195	-5.985	-8.004	-10.278
Cofins (7,6%)	-12.038	-19.322	-27.566	-36.869	-47.340
<b>ROL</b>	<b>143.748</b>	<b>230.716</b>	<b>329.154</b>	<b>440.244</b>	<b>565.273</b>
<b>CV</b>	<b>-143.401</b>	<b>-230.158</b>	<b>-328.359</b>	<b>-439.180</b>	<b>-563.907</b>
Recuperação PIS/COFINS	-13.265	-21.290	-30.373	-40.624	-52.161
<b>MC</b>	<b>13.612</b>	<b>21.847</b>	<b>31.168</b>	<b>41.688</b>	<b>53.527</b>
<b>CF</b>	<b>-4.584</b>	<b>-4.622</b>	<b>-4.946</b>	<b>-5.292</b>	<b>-5.663</b>
<b>EBITDA</b>	<b>9.028</b>	<b>17.225</b>	<b>26.222</b>	<b>36.396</b>	<b>47.864</b>
<b>DEPRECIÇÃO</b>	<b>-495</b>	<b>-1.891</b>	<b>-1.736</b>	<b>-2.250</b>	<b>-2.750</b>
<b>DESP. FINANCEIRAS</b>	<b>-1.713</b>	<b>-3.609</b>	<b>-4.667</b>	<b>-5.687</b>	<b>-6.529</b>
<b>LAIR</b>	<b>6.820</b>	<b>11.725</b>	<b>19.819</b>	<b>28.459</b>	<b>38.585</b>
<b>IR &amp; CS</b>	<b>-2.046</b>	<b>-3.517</b>	<b>-5.946</b>	<b>-8.538</b>	<b>-11.576</b>
<b>LUCRO LIQUIDO</b>	<b>4.774</b>	<b>8.207</b>	<b>13.873</b>	<b>19.921</b>	<b>27.010</b>

Fonte: Empresa "X"

O detalhamento dos custos variáveis e dos custos fixos foram ocultados no quadro por solicitação da empresa, porém não comprometeriam o desenvolvimento da pesquisa.

Verifica-se que o projeto apresenta lucro líquido a partir do primeiro ano do início das atividades. Este bom indício favorece o projeto e ajuda a convencer os acionistas da empresa a aceitarem que seu lucro que ficou retido seja reinvestido em tal projeto. Isto é importante pois para o investidor, somente é interessante que seu dinheiro continue na empresa se ele verificar ou acreditar que terá crescimento do seu capital acima do que obteria em juros fazendo investimentos no mercado financeiro.

O quadro que segue demonstra a expectativa de investimentos da empresa entre os anos de 2016 e 2020.

Quadro 5 – Investimento projeto norte-sul empresa “X” (em milhares de reais)

CAPEX	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020					
Vagão	86	30.030	43	15.015	43	15.015	43	15.015	43	15.015
Locomotiva	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Carreta	126	10.080	32	190	53	4.200	53	4.200	53	4.200
Container	520	12.636	190	4.617	190	4.617	190	4.617	190	4.617
Terminal (sem terreno)	1	18.850	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL</b>		<b>71.596</b>		<b>19.822</b>		<b>23.832</b>		<b>23.832</b>		<b>23.832</b>

Fonte: Empresa “X”

O maior investimento ocorre no início do projeto, porém a companhia opta por não comprar todos os ativos imediatamente e sim diluir em cinco anos. Desta forma, ocorrerá um crescimento anual de volume, já que a capacidade total de transporte somente estará instalada em 2020. Com isto, a empresa consegue reter lucro dos períodos que se seguirão e reinvestir no projeto. Esta ideia de diluir investimentos entre os anos que seguem pode ser considerada uma fonte de financiamento sem que haja a cobrança de juros. O custo, porém, será a capacidade inferior de transporte nos primeiros anos da atividade. Além disto, a empresa pode segurar os investimentos dos anos futuros caso a demanda pelo serviço seja inferior ao inicialmente apurado.

Para se tomar a decisão de avançar no investimento, a empresa realizou também um estudo de fluxo de caixa livre. Este estudo é apresentado no quadro 6.

Quadro 6 – Fluxo de caixa livre do projeto (em milhares de reais)

VALUATION (R\$' 000)	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020	2.021	2.022	2.023	2.024	2.025
EBITDA - CAPEX	(67.568)	(2.597)	2.390	12.564	24.032	47.864	47.864	47.864	47.864	47.864
EBITDA	9.028	17.225	26.222	36.396	47.864	47.864	47.864	47.864	47.864	47.864
CAPEX	(76.596)	(19.822)	(23.832)	(23.832)	(23.832)	-	-	-	-	-
<b>FCX Livre</b>	<b>(67.568)</b>	<b>(2.597)</b>	<b>2.390</b>	<b>12.564</b>	<b>24.032</b>	<b>47.864</b>	<b>47.864</b>	<b>47.864</b>	<b>47.864</b>	<b>47.864</b>

Fonte: Empresa “X”

Dois anos após o início do projeto a empresa apresenta fluxo de caixa livre positivo aos acionistas, o que demonstra uma margem bastante atrativa do investimento. O payback ocorre após o ano de 2024. É importante ressaltar que os ativos que compõe o investimento possuem vida útil superior a 20 anos. Desta forma, o projeto garantirá perenidade para as atividades da empresa e continuará dando retorno aos sócios após este período ou então gerará dividendos que poderão ser revertidos em investimentos em novos projetos, gerando um círculo vicioso bastante favorável.

Considerando que o investimento inicial da empresa ocorre conforme quadro 7, a companhia calculou alguns indicadores para verificar a viabilidade do projeto.

Quadro 7 – Investimento inicial projeto norte-sul (em milhares de reais)

<b>Terreno</b>	5.000
<b>Ramal</b>	3.400
<b>Piso</b>	5.950
<b>Portico</b>	4.500
<b>Infra Portico</b>	3.000
<b>Outros</b>	2.000
<b>Total</b>	23.850

Fonte: Empresa “X”

O valor presente líquido apresentado, obtido através do desconto do fluxo de caixa a uma taxa definida pela empresa ao valor presente – neste caso 15% -, corresponde a R\$ 15,906 milhões.

Os acionistas da empresa esperam que todo novo projeto tenha uma taxa mínima de retorno de 15%, considerando o custo médio ponderado de capital. Para o projeto de transportes na ferrovia norte-sul, a projeção é de que a taxa interna de retorno apresentada seja de 18,20%, portanto, superando as expectativas dos sócios da companhia. Novamente este projeto demonstra ao acionista que a retenção do dividendo transforma-se em um investimento superior ao esperado e também acima do que o investidor encontraria caso buscasse este retorno em outras opções financeiras.

A empresa durante seus quatro anos de atividade conseguiu gerar uma retenção de lucros de R\$ 77 milhões que poderá ser utilizada neste projeto. Acredita-se que após o fechamento contábil do ano de 2015 haverá uma disponibilidade de retenção de lucros em torno de R\$ 120 milhões. Assim, a empresa terá que buscar no mercado os restantes R\$ 45 milhões. Existem para isto financiamentos com baixa taxa de juros que podem ser captados junto ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.

Pode-se verificar que este investimento aumentará o valor da empresa e o ganho do acionista será através da valorização de sua participação na entidade. A opção pela distribuição de apenas 25% dos dividendos que é exigida por lei faz com que o maior projeto de investimento que a empresa possui durante a próxima

década terá mais de 70% de capital próprio financiando. E como os indicadores do projeto demonstram, seu retorno será superior aos 15% exigidos pelos sócios, o que também é superior a investimentos de capital de baixo risco.

## 6 CONCLUSÃO

A política de dividendos continua sendo um assunto bastante polêmico entre os autores que pesquisam e escrevem sobre o tema. Não há unanimidade sobre as melhores políticas a serem adotadas, tampouco foi possível encontrar sugestões das melhores práticas para cada estágio em que se encontram as mais variadas empresas.

A *pecking order theory* é uma das fontes para basear as decisões tomadas pelos acionistas da empresa “X” em reter os lucros da empresa para autofinanciamento, já que faz uma relação entre os investimentos e a política de dividendos adotada.

No entanto, nem todas as empresas, mesmo as jovens, possuem uma necessidade de investir. Algumas empresas de serviço, por exemplo, após investimento inicial, precisam apenas manter sua operação e não necessariamente buscam a retenção dos lucros. A necessidade de investimento em ativos para estas empresas é inferior, por exemplo, às indústrias que investem regularmente em maquinários.

Além disto, existem diversas variáveis que são analisadas pelas empresas para criar sua política de dividendos. Os impostos, retorno dos acionistas e visão do mercado quanto à saúde financeira da organização são algumas das análises necessárias.

Através de estudos específicos da empresa “X”, verifica-se que a opção pela distribuição de dividendos apenas de acordo com a lei pode ser benéfica para que as empresas possam se autofinanciar. A entidade estudada tem como objetivo investir em um projeto de grande porte e depende da retenção de seus lucros para diminuir a necessidade de captação de capital externo.

Neste projeto a empresa conseguirá utilizar 70% de capital próprio e pretende assim manter níveis favoráveis de endividamento e alavancagem financeira, como demonstrado através do balanço patrimonial de 2014. Isto ainda permite a empresa

a não utilizar o crédito que possui perante as instituições financeiras que poderá ser útil em outros momentos durante o desenvolvimento da entidade.

Portanto, não é possível afirmar que existe uma política ideal que possa se encaixar em todas as empresas jovens. Porém, no estudado de caso estudado, é verificado que a estratégia da empresa “X” está correta e se encaixa muito bem na sua realidade. Da mesma forma os acionistas estão satisfeitos com os resultados apresentados e das decisões que tomaram quanto à retenção e reinvestimento dos dividendos na empresa.

Importante ressaltar que algumas empresas jovens não necessitam entrar neste dilema sobre a política de dividendos. Isto porque a divisão dos lucros somente ocorre se de fato houver o lucro. E nos primeiros anos nem sempre é possível apresentar resultados para que se possam dividir entre os acionistas. Os investidores sabem que o retorno do seu capital pode ser demorado e também incerto.

Portanto a retenção de lucros é uma fonte de autofinanciamento, mas cabe ao acionista e administradores a análise se devem ou não utilizá-la. Muitas vezes existem no mercado outras opções de financiamento de capital a longo prazo onde a taxa de juros pode ser inferior ao que solicita o sócio da empresa. Mas neste caso importantes índices financeiros podem ser afetados e afastar investidores.

Desta forma, entende-se que o estudo aprofundado da realidade na qual a empresa se encontra, cenários micro e macroeconômicos, continuam sendo fatores determinantes para se traçar as melhores estratégias de negócios e para a tomada de decisões. A análise do case de sucesso da política de dividendos da empresa “X”, no entanto, traz elementos que possam dar suporte aos acionistas na escolha de sua estratégia.

## REFERÊNCIAS

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

COLLIS, Hill, HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

FREITAS, A.; COSTA, J. F. Política de dividendos no Brasil: resultados preliminares. **ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**, v. 14, 1990.

FUTUEMA, M. S; BASSO, L. F. C; KAYO, E. K. Estrutura de capital, dividendos e juros sobre capital próprio: testes no Brasil. **Revista de Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 44-62, 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GORDON, Myron J. Dividends, earnings, and stock prices. **The Review of Economics and Statistics**, p. 99-105, 1959.

HAIR JR., Joseph; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Phillip. **Fundamentos de métodos de pesquisa em administração**. 1. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Técnicas de pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisas, elaboração, análise e interpretação de dados**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

LOSS, Lenita; SARLO NETO, Alfredo. Política de dividendos, na prática, é importante?. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, 2003.

LINTNER, John. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, p. 97-113, 1956.

MARTINS, Andressa Iovine; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos?. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **the Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

RIBEIRO, Wankes L. **Como calcular a viabilidade de um projeto utilizando técnicas de análise de investimento: Payback Simples, VPL e TIR**. Disponível em: <http://www.wankesleandro.com>. Acesso em 24 set 2015.

SILVA, SMB. 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**, v. 27, 2003.