

SOCIEDADES ANÔNIMAS DE CAPITAL ABERTO: POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS*

1. Considerações preliminares;
2. Identificação das variáveis metas;
3. Identificação das variáveis limitativas;
4. A capitalização da empresa brasileira de capital aberto;
5. A distribuição de resultados das empresas brasileiras de capital aberto;
6. Formas de pagamento de dividendos;
7. Épocas de pagamento de dividendos;
8. Conclusões.

Paulo Cícero Lima Baptista**

* O autor agradece a Ari Cordeiro Filho e Sebastião Marcos Vital pelas críticas e comentários apresentados. Os erros que porventura perdurem são de exclusiva responsabilidade do autor, as opiniões expressas representam seus pontos de vista pessoais e não da instituição a que pertence.

** M. A. em Economia. Vanderbilt University. Assessor técnico da Gerência de Mercado de Capitais do Banco Central do Brasil.

1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

A política de distribuição de resultados está condicionada intimamente à existência de lucros na empresa. A decisão e a forma de distribuí-la dependerá essencialmente de diversas variáveis limitativas, como obrigações legais e estatutárias, das necessidades de capital para investimento ou pagamento de débitos, da tradição ou não de distribuição por parte da empresa, bem como do crescimento da economia, do sistema fiscal existente e do maior ou menor acesso ao mercado de capitais ou outras fontes externas de capital.

Diagnosticando-se o problema de forma definida, como sendo de decisão e responsabilidade interna da empresa, ainda assim ela está sujeita à identificação e mensuração qualitativa e quantitativa de duas "variáveis metas" alternativas: distribuição ou reinversão de lucros (ou ambas). Embora, cumulativamente, seja desejável e possível a existência dessas variáveis, ainda que representando interesses conflitantes, a alocação eficiente do lucro, entretanto, entre estes dois objetivos alternativos por parte de uma administração racional e profissionalizada é fator de crucial importância à expansão futura de empresa.

No caso brasileiro, a distribuição de resultados compreende basicamente dividendos em dinheiro ou em ações, não abrangendo outras formas opcionais existente em alguns países, como em ações de outras empresas, subsidiárias ou não, em produtos da própria empresa em dividendos temporários extras, etc.

O objetivo deste estudo limita-se a apresentar determinadas características básicas que parecem ocorrer no processo de capitalização e distribuição de resultados das empresas brasileiras de capital aberto.

2. IDENTIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS METAS

Ao se examinar a experiência brasileira, separadamente, do ponto de vista da empresa e do acionista, identificar-se-á diferentes variáveis metas alternativas.

De princípio, para a empresa nacional, o problema essencialmente resume-se, como foi mostrado linhas atrás, na opção entre distribuir ou reinvestir lucros, dentro do objetivo de maximizar a longo prazo o valor de mercado da ação e também os benefícios auferidos para cada acionista. A primeira maximização é condição necessária, porém não suficiente, à obtenção da segunda, pois pode ocorrer com a distribuição de resultados re-

dução no preço da ação (após o pagamento do benefício) concomitantemente com o aumento dos benefícios para o acionista. Neste caso, a empresa poderá continuar efetuando pagamento de dividendos, desde que a taxa de declínio no preço de mercado da ação seja menor do que aquela de crescimento dos dividendos a distribuir, ou, em última análise, poderá aumentar o pagamento até que sua taxa de crescimento iguale-se a de declínio do preço.

Para o acionista, em geral, a opção divide-se entre receber dividendos no presente ou retê-los para reinvestimentos na empresa com o objetivo de possível obtenção de maiores dividendos **ex-post**.

Contudo, no caso brasileiro, a experiência tem demonstrado diferentes tipos de comportamento e avaliação por parte do acionista nacional, se segmentado seu universo em duas principais classes: majoritário e minoritário.

O majoritário geralmente tende a optar pelo reinvestimento, pois ser-lhe-á mais vantajoso não receber dividendos com a conseqüente contrapartida da isenção do pagamento do imposto de renda, bem como a eliminação de possíveis custos oriundos da distribuição de ações. Em resumo, em condições normais é preferível ganhos de capital do que recebimento de dividendos.

Por seu turno, o minoritário brasileiro, em geral, apresenta comportamentos diferenciados:

- a) alguns preferem receber remuneração em dinheiro, traduzida na contabilização de dividendos como renda constante;
- b) outros desejam ganhos de capital por meio da venda das ações recebidas ou por valorização das ações da empresa em virtude dos lucros retidos.

De modo geral, nos últimos anos, as ponderações sobre dividendos parecem ter sido irrelevantes, em média, para o minoritário brasileiro, primordialmente mais preocupado em auferir ganhos de capital de curto prazo.

148

3. IDENTIFICAÇÃO DAS VARIÁVEIS LIMITATIVAS

Diversas variáveis podem afetar a política de distribuição de resultados, seja impedindo a distribuição ou seu aumento, seja influenciando ou reformulando o seu **quantum**.

3.1 Necessidades presentes e futuras de capital de giro

A posição dos débitos a pagar, a aquisição crescente de ativos fixos, etc. podem conduzir ao não-

pagamento de dividendos, embora possa existir substancial lucro.

Evidentemente, quanto maiores forem estas necessidades maior deverá ser o lucro retido e menor a taxa de distribuição. Muitas vezes a necessidade de liquidez saudável para certas indústrias, mesmo aquelas lucrativas, impede o pagamento de dividendos.

3.2 Maior ou menor acesso a fontes externas de capital

Se para determinada empresa o custo do capital externo é demasiado elevado, ou inadequado, a sua opção será a de reter lucros para financiar suas operações, reduzindo ou estagnando, portanto, sua taxa de distribuição de dividendos. Alternativamente, para outras, com maiores recursos, porte e lucros, um horizonte maior para obter capital externo existirá. Nesse caso, a utilização da parcela destinada a dividendos só se justificará quando propiciar uma taxa de retorno, no mínimo, igual ao custo do capital.

3.3 Taxa de retorno de investimentos comparados com fontes alternativas de financiamento

Algumas vezes é a taxa de retorno do investimento que irá ditar para a empresa a melhor maneira de financiamento, seja por emissão de ações (ou débito) seja por retenção de lucros, bem como a parcela dos lucros a ser distribuída.

3.4 Obrigações legais e estatutárias

A legislação brasileira determina que os dividendos só podem ser distribuídos quando não houver prejuízo do capital social (exceto quando expressamente garantidos quando da liquidação da sociedade), sujeitando-se a distribuição à existência de resultados positivos após a dedução da reserva legal e estatutária. Confere ainda a legislação, prioridade às ações preferenciais na distribuição de dividendos. Algumas empresas, por sua vez, possuem disposições estatutárias que lhes impedem a distribuição de resultados, se esta afetar sua posição de liquidez.

4. A CAPITALIZAÇÃO DA EMPRESA BRASILEIRA DE CAPITAL ABERTO

Ao se examinar o processo de capitalização das nossas sociedades anônimas de capital aberto, privado ou estatal, por meio dos seus aumentos

globais de capital, conforme a tabela 1, verificar-se-á claramente que as séries "Reavaliação do ativo" e "Incorporação de reservas" nos últimos cinco anos permitiram basicamente a capitalização das empresas brasileiras de capital aberto, com importância gradativa decrescente ao longo da série, de 61% em 1968 para 50% em 1972.¹

Isto pode ser explicado em função dos estímulos fiscais criados pelo Governo, visando promover a capitalização das empresas nacionais, eliminar gradualmente, até isenção total, o ônus fiscal incidente sobre a reavaliação do ativo e autorizar a correção monetária do capital de giro com a necessária incorporação ao capital social.

Tabela 1

Aumentos de capital das sociedades anônimas de capital aberto *

Período 1968/1972

Valor em Cr\$ 1 000

| Anos | Dinheiro | | Lucros | | Reavaliação | | Reservas | | Incorporação de Empresas e em Bens | | Outras (I) | | Total | |
|------|-----------|-------|---------|------|-------------|-------|-----------|-------|------------------------------------|------|------------|-------|-----------|--------|
| | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % | Valor | % |
| 1968 | 709 771 | 27,59 | 215 933 | 8,39 | 1 183 419 | 46,00 | 397 941 | 15,47 | 26 696 | 1,03 | 39 147 | 1,52 | 2 572 907 | 100,00 |
| 1969 | 1 185 263 | 25,15 | 429 844 | 9,12 | 1 493 816 | 31,69 | 1 104 134 | 23,42 | 251 926 | 5,34 | 248 743 | 5,28 | 4 713 726 | 100,00 |
| 1970 | 1 152 237 | 28,32 | 196 846 | 4,84 | 1 303 314 | 32,03 | 944 119 | 23,20 | 66 999 | 1,65 | 405 148 | 9,96 | 4 068 663 | 100,00 |
| 1971 | 2 358 760 | 33,88 | 201 713 | 2,90 | 2 147 486 | 30,84 | 1 376 842 | 19,77 | 169 294 | 2,43 | 708 576 | 10,18 | 6 962 671 | 100,00 |
| 1972 | 2 640 188 | 31,26 | 228 637 | 2,71 | 2 898 136 | 34,32 | 1 324 209 | 15,68 | 402 325 | 4,76 | 951 964 | 11,27 | 8 445 459 | 100,00 |

Fonte: GEMEC/ASMEC.

(I) Corresponde a "créditos e conta-corrente" e "conversão de obrigações".

Obs.: a) Número de empresas observadas: 396 (71% do universo), sendo 22 novas.

b) O Banco do Brasil S.A. não foi pesquisado.

c) Reduções de capital no período: Cr\$ 619 mil em 1968 (uma empresa) e Cr\$ 940 mil em 1969 (uma empresa).

* Cordeiro Filho, Ari. Capitalização das sociedades abertas no Brasil. — Revista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, n. 85/9, p. 12-5, jul. 73

Estudando-se o comportamento de duas outras séries, a de "Subscrições em dinheiro" e de "Lucros" (importantes sob o ponto de vista do investimento real), nos aumentos globais de capital das nossas sociedades anônimas de capital aberto, no período 1968/72, observa-se comportamento estável na primeira série, com exceção de 1971 (inflacionado pelas elevadas subscrições das empresas estatais, como demonstra a tabela 2), enquanto que, em relação à segunda, a tendência tem sido decrescente, embora nos dois últimos anos tenha praticamente permanecido estável.²

Ponderando-se os resultados exibidos face aos necessários reajustes em função da distribuição por faixa de capital e por setor de atividade, se forem eliminadas, entretanto, nove empresas estatais (BASA, BANESPA, BNB, CEMIG, CESP, ACESITA, CHESF, VALE, PETROBRÁS) dos aumentos via subscrição em dinheiro das 396 empresas observadas, verificar-se-á a importância relativa dessas empresas que durante o período 1968/72 foram responsáveis por cerca de 50 a 60% dos valores registrados.

Tabela 2

Subscrições das empresas estatais pesquisadas * como percentagem do capital realizado

| | % |
|------|------|
| 1968 | 0,86 |
| 1969 | 4,80 |
| 1970 | 3,97 |
| 1971 | 9,89 |
| 1972 | 9,73 |

Fonte: Cordeiro Filho, Ari. Capitalização das sociedades abertas no Brasil. Revista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, n. 85/9p. 13, jul. 73.

*BASA, BANESPA, BNB, CEMIG, CESP, ACESITA, CHESF, VALE, PETROBRÁS: O Banco do Brasil não foi pesquisado.

Finalmente, a série "Outras" apresentou valores crescentes no período em relação ao total, refletindo principalmente a incorporação de créditos em conta-corrente.

Sociedades anônimas de capital aberto

5. A DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

5.1 Deliberação e formas de distribuição

No Brasil, a deliberação e fixação de critérios para distribuição de dividendos em dinheiro ou em ações é de competência da Assembléia Geral dos Acionistas, sendo portanto orientada em última análise para os interesses dos acionistas majoritários, ocorrendo algumas vezes cláusulas específicas que permitem a distribuição de dividendos intermediários por deliberação da diretoria da empresa.

Como se viu anteriormente, as empresas brasileiras distribuem usualmente apenas dividendos em dinheiro ou em ações, ao contrário de empresas de outros países que distribuem outras formas opcionais. A legislação brasileira determina que somente poderá haver distribuição de dividendos quando não houver prejuízo do capital social, sujeitando-se à existência de resultados positivos após a dedução da reserva legal e estatutária, bem como conferindo às ações preferenciais prioridade na distribuição de dividendos ou no reembolso do capital.

Além disso, a lei das sociedades anônimas não admite que nos estatutos das mesmas existam cláusulas que permitam a apropriação integral do lucro líquido em reservas especiais, com o objetivo de proteger o acionista minoritário contra práticas abusivas da maioria. Contudo, esta lei nada estabelece quanto à obrigatoriedade de distribuição de dividendos em dinheiro.

A lei, além de distinguir os tipos de ações das sociedades por ações, regula os critérios de prioridade e limitação, delega aos estatutos liberdade para elaboração de disposições de caráter conjuntural ou técnico, de conformidade com as circunstâncias, tais como discriminação de vantagens dos diversos tipos de ação, criação de várias classes de ações preferenciais, tipo de remuneração dos diretores, que não poderão recebê-la se não for distribuído o dividendo mínimo de 6%.

Ainda como normas estruturais das sociedades anônimas, a lei assegura ao acionista dissidente a faculdade de retirar-se da sociedade, quando de modificações de preferência, se presente na Assembléia, por manifesto escrito à diretoria, num prazo máximo de 30 dias após a Assembléia. Se não existir disposição nos estatutos da empresa, o reembolso do valor de suas ações será fixado pela divisão do ativo líquido da sociedade referente ao

último balanço aprovado pela Assembléia Geral, pelo número de ações em circulação. Finalmente, a lei estipula que se durante um período de três anos consecutivos não forem distribuídos dividendos, as ações preferenciais passam a ter direito a voto.

6. FORMAS DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

De modo geral o pagamento relativamente estável de dividendos por parte da empresa é a forma mais usada tendo em vista que o pagamento constante de dividendos (tradição de pagamento) influencia a imagem de mercado da empresa e a confiança e decisão de investir por parte do investidor.

No caso americano, a política de pagar determinada quantia de dividendos por ação é a mais utilizada pelas empresas. Parece viável a hipótese de que tal política favorece o comportamento de mercado da ação e talvez mesmo a indução para preços mais elevados. Em segundo lugar, como um dos critérios de listagem exigidos pelas bolsas americanas é o de pagamento constante de dividendos pela sociedade, acentua-se a tendência para este tipo de política. A segunda política alternativa de dividendos seguida pelas empresas americanas é a de pagamentos de percentagem constante dos lucros, o que significa dizer que o montante de dividendos varia com o aumento ou decréscimo dos lucros. Uma terceira política encontra-se no limiar das duas primeiras: considera pagamento de dividendos regulares baixos com pagamentos de dividendos extras ou bonificações, regulares ou irregulares.

No caso brasileiro, uma pesquisa realizada demonstrou que, em relação aos últimos cinco anos, a política seguida no mercado acionário brasileiro, no global, foi a de pagamento constante de dividendos, com crescimento irregular. A taxa de crescimento anual de dividendos globalmente variou de 51% (68/69), 41% (69/70), 36% (70/71) chegando a 40% (71/72).³

Se segmentado o universo pesquisado (396) em empresas privadas e algumas principais estatais já mencionadas, verifica-se que o primeiro grupo de empresas, isoladamente, pagou dividendos crescentes a taxas irregulares de crescimento, exceto 70/71, ou seja, variaram de 46% (68/69), 47% (69/70), 38% (70/71) até alcançar 56% (71/72). As empresas estatais citadas apresentaram política constante de dividendos, porém com taxa de crescimento decrescente. A taxa de crescimento variou de 57% (68/69), 32% (69/70), 33% (70/71) até alcançar 16% em 71/72.

Do ponto de vista do pagamento de dividendos em relação ao capital em circulação, para as empresas privadas, a evolução positiva registrou-se, variando de 7,65% em 1968, para 9,04% em 1972, apesar de apresentar valores ligeiramente inferiores ao primeiro nos anos de 1969 (7,03%) e 1970 (7,63%).

Quantos às empresas estatais relacionadas, os dividendos pagos como percentagem do capital apresentaram crescimento irregular: em 1968 (4,10%); 1969 (4,53%); 1970 (4,78%), em 1971 (4,59%) e em 1972 (3,82%).

Em relação ao lucro líquido, os seguintes resultados foram anotados nos últimos anos (1968-72):

| | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| estatais: | 24,9% | 27,4% | 22,9% | 21,3% | 18,4%; |
| privadas: | 28,6% | 30,5% | 32,9% | 27,9% | 32,8%; |

Em conclusão, verifica-se que as empresas estatais adotaram, no período supramencionado, política constante de dividendos com taxas de crescimento decrescentes relativamente ao capital realizado, provavelmente em função de seu porte e de suas elevadas necessidades de capital para investimento.

7. ÉPOCAS DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS

No Brasil, normalmente os dividendos são pagos por ano ou por semestre e sendo raros os casos de dividendos mensais ou trimestrais. Isto é explicável pela dificuldade operacional de muitas empresas de levantar balanços por períodos menores.

Nos Estados Unidos, os dividendos trimestrais são os mais comumente observados.

Entretanto, no caso brasileiro, uma segmentação deste tipo tanto para empresas industriais como comerciais (com milhares de acionistas espalhados pelo País) há de exigir acurados levantamentos de custos e benefícios, de modo a possibilitar uma decisão técnica racionalizada.

8. CONCLUSÕES

Evidencia-se que as empresas brasileiras privadas aumentaram regularmente sua taxa de pagamento de dividendos (div./lucro líquido), enquanto que as estatais decresceram a referida taxa, explicável pela elevada demanda de investimentos para capital fixo e de giro.

A geração interna de lucros acrescida das subscrições e incorporações de créditos ao capital parecem ter sido suficientes para atender à demanda de reinvestimentos e à distribuição de dividendos

para a totalidade das empresas. Porém, a política de sucessivas bonificações em ações, que chegam até 50%, correspondentes à correção monetária do ativo, pode provocar efeitos indesejáveis a curto prazo à evolução positiva das sociedades anônimas brasileiras de capital aberto.

As reservas aumentaram (em valor nominal) face principalmente ao aumento das incorporações via correção monetária do ativo. Sua utilização para bonificação em dinheiro deveria ser parcial, correspondendo à parcela originária de lucros retidos, pois uma reserva resultante de correção monetária do ativo nada mais é que simples transferência contábil, sem qualquer efeito produtivo ou de investimento real.

No caso brasileiro, a distribuição de dividendos e conseqüente chamada de capital por subscrição, por parte de muitas empresas, as tem prejudicado visivelmente pois, além de pagarem imposto de renda sobre a distribuição de ações novas, responsabilizam-se financeiramente pelos juros de empréstimos bancários levantados para o pagamento de dividendos, de vez que o lucro é apenas contábil.

Isto tem conduzido a uma pequena taxa de reinversão de lucros por parte do universo das empresas de capital aberto privadas, com conseqüente gradativa redução na capacidade de capitalização potencial no mercado de capitais.

Por outro lado, a estrutura de capital das empresas nacionais baseia-se primordialmente em ações e financiamentos de curto prazo, sem balanceamento, com vantagens, entre financiamentos de médio e longo prazos sob a forma de debêntures conversíveis. O Governo atualmente empenha-se em remover os óbices advindos dessa situação, procurando criar condições, via incentivos, para institucionalização definitiva e efetiva de um mercado de debêntures.

Considerando diversos fatores tais como: a) que um grau adequado de flexibilidade é desejável na elaboração de uma política sadia de capitalização de qualquer empresa; b) que além dos lucros retidos, outras fontes de financiamento via incentivos fiscais são importantes no atual estágio de desenvolvimento da economia nacional, que apresenta maiores e melhores alternativas de reinversão de recursos a taxas atualmente consideradas razoáveis de retorno; c) que os acionistas, agindo conscientemente, preferirão receber dividendos, provenientes do lucro real aos oriundos do principal ou capital, já que no recebimento segundo a última fórmula estarão recebendo parte de sua contribuição original, resolveu o Governo em

20.8.73, através do Decreto-lei n.º 1 283, de caráter fiscal, criar estímulos à captação de poupanças com destinação direta às empresas nacionais, por meio do maior equilíbrio fiscal entre títulos de renda variável e renda fixa, alterando as rentabilidades dos diversos instrumentos financeiros de renda fixa, e do melhor tratamento fiscal para empresas, quando do pagamento de dividendos dentro de determinados limites, e para acionistas, quando de aplicações em cotas ou certificados de participação em fundos mútuos ou subscrição de ações novas de empresas em processo de abertura de capital ou em ações de empresas com títulos já negociados em bolsas de valores. Corrigiu-se, assim, distorções e inconvenientes gerados pelo atual sistema de bonificações como modalidade principal de remuneração dos acionistas pela restrição à capacidade da empresa de emitir indiscriminadamente ações bonificadas. Foram, ainda, outorgados incentivos fiscais especiais à institucionalização efetiva e definitiva de um mercado primário e secundário, para debêntures com suficiente grau de ativação e liquidez.

Finalmente, considerando-se a magnitude e amplitude do conjunto de medidas adotadas na citada legislação, é de se esperar que medidas complementares de caráter institucional e operacional advirão, tendo-se em vista os objetivos de maximização dos seus efeitos desejados sobre o mercado brasileiro de capitais. □

1 Ver Cordeiro Filho, Ari. Capitalização das sociedades abertas no Brasil. *Revista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, n. 85/9, p. 12-5, jul. 73.

2 Ver capitalização das sociedades abertas no Brasil. *Revista da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*, n. 85/9, p. 12-5, jul. 73.

152 3 Ver Cordeiro Filho, Ari. Distribuição de resultados aos acionistas. julho 73.

BIBLIOGRAFIA

Britain, John A. *Corporate dividend policy — the Brookings Institution*. 1966.

Child, John F. *Earnings per share and management decisions*. Prentice-Hall, 1971.

Phillipatos, George C. *Financial management and policy; holden day*. 1973.

Revista de Administração de Empresas



SE O SEU ASSUNTO É ECONOMIA PROCURE CONHECER NOSSOS TÍTULOS

*Editora da
Fundação Getulio Vargas*

Livrarias:

RIO DE JANEIRO

Livraria Carneiro Felipe

Praia de Botafogo, 188

C.P. 21120 Tel.: 266.1512 R. 110

Livraria Teixeira de Freitas

Av. Graça Aranha, 26 Lj. He C

Tel. : 222.4142

SÃO PAULO

Livraria Faria Lima

Av. Nove de Julho, 2029

C.P. 5534 - Tel. 288.3893

BRASÍLIA

S.Q. 104 Bloco A loja 11

Tel.: 24.3008