

Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Escola de Administração

Programa de Pós-Graduação

Daniel Francisco Vancin

**Investimento, Distribuição de Lucro e
Regulação: o impacto do dividendo obrigatório
no investimento corporativo**

Brasil

Fevereiro de 2018

Daniel Francisco Vancin

**Investimento, Distribuição de Lucro e Regulação: o
impacto do dividendo obrigatório no investimento
corporativo**

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em administração.

Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Escola de Administração

Programa de Pós-Graduação

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Kirch

Brasil

Fevereiro de 2018

Vancin, Daniel

Investimento, Distribuição de Lucro e Regulação: o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo/ Daniel Francisco Vancin. – Brasil, Fevereiro de 2018.

111 p.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Kirch

Tese (Doutorado) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS

Escola de Administração

Programa de Pós-Graduação, Fevereiro de 2018.

1. Dividendo Obrigatório. 2. Investimento Corporativo. 3. Intervenção Estatal.
I. Kirch, Guilherme. II. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. III. Escola de Administração.

Daniel Francisco Vancin

Investimento, Distribuição de Lucro e Regulação: o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Doutor em administração.

Trabalho aprovado. Brasil, 21 de fevereiro de 2018:

Prof. Dr. Guilherme Kirch
Orientador

Professor
Dr. Jairo Laser Procianoy - UFRGS

Professor
Dr. Marcelo Scherer Perlin - UFRGS

Professor
Dr. Rodrigo Verdi - MIT

Brasil

Fevereiro de 2018

*Este trabalho é dedicado à minha família,
minha maior riqueza.*

Agradecimentos

“Quem caminha sozinho pode até chegar mais rápido, mas aquele que vai acompanhado, com certeza chegará mais longe.” (Clarice Lispector)

À minha esposa Bruna pelo apoio e carinho nesta etapa de nossas vidas.

Aos meus pais, Valmor e Tania, pelo incentivo e amor incondicionais os quais foram fundamentais na minha formação profissional e pessoal.

Ao meu irmão Paulo, meu melhor amigo de todas as horas.

Ao orientador, Prof. Dr. Guilherme Kirch pelos ensinamentos fundamentais para a construção desta pesquisa. Seu auxílio, paciência e tempo dedicados são exemplos a serem seguidos por todos na academia.

Ao Prof. Dr. Rodrigo Verdi por ter me recebido durante meu período sanduíche no Massachusetts Institute of Technology. Sua visão sobre a profissão e vida foram lições inestimáveis.

Aos membros da banca de projeto e qualificação, os professores Dr. Jairo Laser Procianoy, Dr. Hudson da Silva Torrent e Dr. Paulo Renato Soares Terra pelos conselhos e opiniões que tanto agregaram na evolução desta pesquisa.

Aos colegas de curso pelo companheirismo e amizade. Em especial ao amigo Leonardo Rigel Sant’Anna pela parceria ao longo desta jornada.

Obrigado a todos que me acompanharam e permitiram que eu fosse um pouco mais longe...

*“A sociedade que coloca a
igualdade à frente da liberdade irá
terminar sem igualdade e liberdade.”*

Milton Friedman

Resumo

A presente pesquisa busca verificar empiricamente o impacto da lei do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas de capital aberto. Para alcançar este objetivo três hipóteses foram criadas. A primeira objetiva testar se o valor marginal do caixa diminui com o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório, testando assim o pagamento de dividendos no Brasil como *proxy* para restrição financeira, visto que esta classificação é importante em modelos de investimento. A segunda busca mensurar o impacto do dividendo obrigatório no investimento de empresas brasileiras de capital aberto que distribuem apenas o dividendo mínimo. A última hipótese avalia a influência deste mecanismo legal em uma amostra multi-países. Os resultados obtidos indicam que o dividendo obrigatório impacta direta e indiretamente no investimento das companhias. E, este efeito é ainda maior e mais relevante para as empresas restritas financeiramente. Considerando o contexto nacional, onde as fontes de financiamentos são caras e escassas, esta evidência obtida pela presente pesquisa possui grande relevância para o mercado financeiro.

Palavras-chave: Dividendo Obrigatório. Investimento Corporativo. Restrição Financeira.

Abstract

The present research seeks to empirically verify the impact of the mandatory dividend on publicly traded companies' investment. To achieve this goal, three hypotheses were created. The first one aims to test if the marginal value of cash decreases with the payment of dividends above the mandatory minimum, thus testing the distribution of dividends in Brazil as proxy for financial constraint, since this classification is important in investment models. The second seeks to measure the impact of the mandatory dividend on the investment of Brazilian publicly traded companies that distributed only the minimum dividend. The last hypothesis evaluates the influence of this legal mechanism on a multi-country sample. The results indicate that the mandatory dividend has a direct and indirect impact on the companies' investment. And, this effect is even greater and more relevant for financially constrained companies. Considering the national context, where the sources of financing are expensive and scarce, this evidence obtained by the present research has great relevance for the financial market.

Keywords: Mandatory Dividend. Corporate Investment. Financial Constraints.

Lista de ilustrações

Figura 1 – Modelo de Atritos Concorrentes.	28
Figura 2 – Relação entre Fluxo de Caixa e Investimento.	41
Figura 3 – Relação entre Dividendo Obrigatório e Fluxo de Caixa.	42
Figura 4 – Relação entre Dividendo Discricionário e Fluxo de Caixa.	43
Figura 5 – Efeito do aumento do Dividendo Obrigatório.	44

Lista de abreviaturas e siglas

AGO	Assembleia Geral Ordinária
ATE	<i>Average Treatment Effect</i>
JSCP	Juros sobre Capital Próprio
LSA	Lei das Sociedades por Ações
M&M	Franco Modigliani e Merton Miller
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
VAM	Valor Adicional Marginal

Sumário

1	INTRODUÇÃO	13
1.1	Contextualização	13
1.2	Problema de Pesquisa	16
1.3	Objetivos	17
1.3.1	Objetivo Geral	17
1.3.2	Objetivos Específicos	17
1.4	Contribuições e Justificativa	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO	20
2.1	Dividendos	20
2.1.1	Legislação	20
2.1.2	Juros sobre Capital Próprio	22
2.2	Irrelevância dos Dividendos	23
2.3	Relevância dos Dividendos	25
2.3.1	Dividendos e o Problema de Agência	26
2.3.2	Dividendos, Retenção de caixa e Investimento	30
2.3.2.1	O papel das restrições financeiras	33
3	MÉTODO DE PESQUISA	36
3.1	Formulação de Hipóteses e Modelos Econométricos	36
3.1.1	Modelo com amostra pareada	49
3.2	Amostra, Coleta e Tratamento de Dados	51
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	54
4.1	Hipótese 1 (H1)	56
4.2	Hipótese 2 (H2)	67
4.3	Hipótese 3 (H3)	75
4.3.1	Modelo com amostra pareada	86
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	89
	REFERÊNCIAS	93

APÊNDICES	99
APÊNDICE A – FORMULAÇÃO DA VARIÁVEL PROTEÇÃO . . .	100
APÊNDICE B – LISTA DE CÓDIGOS DE PAÍSES DA COMPUS- TAT GLOBAL	102
ANEXOS	104
ANEXO A – ARTIGOS 201 À 205 DA LEI 6.404/76.	105
ANEXO B – ARTIGOS 1 AO 12 DA LEI 9.249/95.	108

1 Introdução

Neste primeiro capítulo define-se o problema de pesquisa e os objetivos, geral e específicos, a serem alcançados pelo estudo. Adicionalmente, justifica-se a escolha do tema e apontam-se as principais contribuições da presente pesquisa para a literatura.

1.1 Contextualização

O dividendo pode ser conceituado como a fração do lucro das companhias que é distribuída aos seus acionistas como parte da remuneração pelo capital investido nas mesmas. O montante e a forma de distribuição são decisões complexas que geraram inúmeras pesquisas acadêmicas. Na pesquisa clássica e pioneira de [Miller e Modigliani \(1961\)](#) - doravante reconhecidos também pela sigla M&M - os autores propõem que o valor de uma empresa depende apenas do fluxo gerado pelos seus ativos e do seu risco econômico e que, conseqüentemente, a opção por dividendos ou retenção de lucros seria irrelevante na constituição do valor da companhia, desde que três pressupostos básicos fossem atendidos.

O primeiro pressuposto refere-se a existência de mercado de capitais perfeito, ou seja, um mercado de capitais sem fricções. Nele todos os agentes de mercado são incapazes de influenciar as cotações das ações, independentemente do seu tamanho ou escala de patrimônio. Adicionalmente, a informação não tem custos e encontra-se disponível para todos os agentes do mercado. Da mesma forma, não existem custos de transação nem impostos.

O segundo pressupõe o comportamento racional por parte dos investidores. Caracteriza-se o investidor racional como aquele que prefere mais riqueza à menos riqueza e que é indiferente à forma de distribuição da riqueza marginal, seja ela por dividendos ou ganhos de capital.

Por fim, existe a condição de contexto de certeza. Neste pressuposto os autores definem que os investidores têm conhecimento pleno sobre as oportunidades de investimento da empresa. Ou seja, permite a avaliação exata do impacto do dividendo sobre o valor da firma.

A teoria sobre a irrelevância dos dividendos apresentada por [Miller e Modigliani \(1961\)](#) trouxe novas e importantes reflexões sobre o tema, e tornou-se um clássico na literatura financeira. Apesar da grande relevância para as finanças corporativas, estabeleceu também grande controvérsia, especialmente pelas premissas estabelecidas. Muitos dos

críticos da hipótese da irrelevância dos dividendos baseiam-se no fato de que as premissas de M&M não poderiam ser consideradas válidas no mundo real, onde o mercado por muitas vezes se mostra imperfeito ou ineficiente.

A criação do conceito-base que suporta a teoria de relevância de dividendos é atribuído a [Gordon \(1963\)](#) e [Lintner \(1962\)](#), que sugerem a existência de uma relação direta entre a política de dividendos de uma empresa e seu valor de mercado. No mundo real, certas “imperfeições” ou características de mercado sinalizam a possibilidade de relevância dos dividendos: impostos, custos, informações incompletas, *insider trading*, problemas de agência. Estes, dentre outros fatores existentes no mercado financeiro, tornariam os dividendos relevantes às companhias por terem impacto no valor das mesmas e na riqueza de seus acionistas.

Neste contexto, a forma e o montante pelos quais as empresas optam por distribuir seus lucros aos seus acionistas pode ter relevância e impacto econômico para os agentes econômicos envolvidos. Usualmente, a decisão pelo pagamento de proventos é discricionária e atribuída à administração das companhias e a seus acionistas. Porém, em alguns casos, é também decisão mandatária do Estado. Por exemplo, o pagamento mínimo de dividendos é obrigatório no Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela ([LAPORTA et al., 1998b](#); [MARTINS; NOVAES, 2012](#)).

Estes países compartilham pelo menos um fator em comum: todos eles têm seus sistemas jurídicos baseados no direito civil francês. Conforme [LaPorta et al. \(2000\)](#), países que adotam o direito civil francês são caracterizados por possuírem baixo grau de proteção aos investidores. Dessa forma, o objetivo de estabelecer um dividendo obrigatório mínimo seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros ([LAPORTA et al., 2000](#); [COELHO, 2002](#)). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital. Por muitas vezes, os acionistas majoritários cortam a distribuição de dividendos com o objetivo de aumentar a parte retida a fim de manter o poder sobre a maior quantidade de recursos já que estes ficam no caixa da empresa e os dividendos vão para o bolso dos acionistas.

No Brasil, a lei que normatiza o pagamento de dividendos é a lei 6.404/1976, nomeada Lei das Sociedades por Ações (LSA). Esta estabelece que acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, uma determinada parcela de seus lucros. Ou seja, a legislação brasileira impõe que empresas nacionais tenham a obrigação, e não a opção, de distribuir parte de seus lucros aos seus acionistas.

Mesmo com o intuito de proteção do acionista, não há evidências empíricas suficientes que comprovem que o dividendo mínimo obrigatório seja realmente benéfico aos

acionistas, ou seja, que seus “ganhos” sejam maiores do que seus “custos” atrelados. Pois, ao retirar parte do poder discricionário sobre o valor excedente gerado pelas companhias, a legislação também diminui o montante interno disponível para investimentos. Conforme [Vancin e Procianoy \(2016a\)](#), a realidade brasileira no que tange a baixa disponibilidade de recursos de longo prazo para o financiamento das atividades de investimentos das empresas é um grande incentivador da alta retenção de caixa pelas empresas. Ou seja, o financiamento interno possui grande importância para o investimento das empresas nacionais. No mesmo estudo, os autores afirmam que existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o dividendo mínimo obrigatório e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei a fazerem algum pagamento de dividendos. Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.

Evidencia-se assim o desejo da não distribuição de proventos por parte de algumas empresas no Brasil. Estas empresas, por critérios próprios, decidem reter o máximo possível de seus lucros em projetos da empresa, sem distribuí-lo ao seus acionistas. Outra explicação possível, conforme a pesquisa clássica de [Fazzari, Hubbard e Petersen \(1988\)](#), decorre do fato que os custos de financiamento interno das companhias serem menores do que o externo, em virtude dos custos adicionais referentes aos custos de agência, incentivos ao sub-investimento, ou seleção adversa. Esta e outras evidências indicam a possibilidade do dividendo mínimo não ser totalmente benéfico ao acionista, visto que este poderia prejudicar os planos e projetos futuros das empresas e assim, conseqüentemente, prejudicá-lo também.

A distribuição compulsória de parte do lucro da empresa pode impactar diretamente nos investimentos destas, especialmente nos países citados que o adotam, em razão da dificuldade de obtenção de recursos externos pelos mesmos.¹ Assim, o intuito da presente pesquisa é justamente verificar o impacto do dividendo obrigatório no investimento das companhias de capital aberto.

A existência de custos referentes a lei do dividendo obrigatório que afetem diretamente as companhias possui relevância para todo o mercado financeiro. Por exemplo e em uma relação inversa, quanto menos custosas forem as leis que regulam as sociedades de capital aberto, mais empresas estarão dispostas a abrir seu capital em bolsa. E diversos estudos demonstraram a correlação entre desenvolvimento do mercado de capitais e o desenvolvimento econômico de uma nação ([ATJE; JOVANOVIĆ, 1993](#); [LEVINE; ZERVOS, 1998](#); [HERMES; LENSINK, 2003](#)). Dessa forma, demonstrar os vieses negativos desta lei para as empresas (caso existam) poderá auxiliar também no desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

¹ Parcialmente conseqüência de suas fracas proteções legais aos investidores.

1.2 Problema de Pesquisa

Conforme demonstrado na seção anterior, em um mercado dito “imperfeito” a decisão sobre a distribuição de dividendos torna-se relevante para a maximização do valor da companhia. Dessa forma, qual seria a melhor opção para o acionista: a empresa reter o lucro e investi-lo ou distribuí-lo via política de dividendos? Esta pergunta é uma das questões centrais da área de finanças. E é neste ponto que se inicia o dilema dos gestores: por um lado, as corporações pagam dividendos para premiar os acionistas pelo seu capital investido. Por outro lado, empresas que não distribuem demonstram confiança em suas oportunidades de investimento que poderiam ser perdidas caso fossem pagos dividendos.

Conforme a literatura existente sobre o tema, duas formas de avaliar o propósito dos dividendos são evidenciadas: o dividendo como instrumento de governança e o dividendo como limitador das empresas. No primeiro, a política de dividendos pode ser utilizada para resolver problemas de agência, da má utilização do excesso de caixa para benefícios privados dos controladores (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LAPORTA et al., 1998a; MYERS, 2000). A premissa chave nesta proposição é a de que a não-distribuição de dividendos acarreta provavelmente o mau uso dos recursos, tanto em termos de benefícios privados dos gestores quanto a aplicação em projetos sem retorno positivo para a empresa. Estas possibilidades são claramente desfavoráveis aos acionistas. Então, conforme o exposto, a distribuição de dividendos agiria como forma de diminuir os conflitos de agência dentro das companhias, atuando como instrumento de governança.

Em contrapartida, o fluxo de caixa utilizado para esta distribuição poderia ser também (ao invés) utilizado para o financiamento de projetos economicamente favoráveis às empresas. Dessa forma, os dividendos podem atuar como agentes limitadores dos investimentos, prejudicando os próprios acionistas por conseguinte. A ideia subjacente a esta hipótese é a de que o dividendo obrigatório retire parte do caixa disponível às companhias, afetando consequentemente o investimento das mesmas. Ao retirar parte do fluxo de caixa disponível, o dividendo obrigatório teria maior impacto para as empresas restritas financeiramente, pois estas possuem maior dependência em seu financiamento interno por não possuírem, por definição, amplo acesso a capital externo.

Conforme Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), se o custo de financiamento interno de uma empresa difere substancialmente do custo externo, então esta empresa depende do seu fluxo de caixa para investir. Os autores demonstram que as restrições de crédito têm um papel importante nas decisões de investimento das firmas, sendo que a disponibilidade interna de recursos (fluxos de caixa) tem efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o investimento corporativo, principalmente para firmas classificadas como restritas financeiramente. No Brasil, Kirch, Procianoy e Terra (2014) demonstram que nas firmas classificadas como restritas financeiramente, a demanda por investimentos é sensível à

disponibilidade de recursos internos (fluxos de caixa) e essa sensibilidade, além de positiva, é crescente no nível de tangibilidade dos ativos (“efeito multiplicador de crédito”).

Conforme o exposto, a decisão sobre a distribuição de proventos pode ser vista como um *trade-off* para os acionistas: por um lado os dividendos são uma alternativa para atenuar os problemas de agência das companhias; por outro lado, funcionam como limitador da capacidade de investimento das empresas, limitando assim também o resultado das mesmas. Dessa forma, a discussão sobre os custos e benefícios do dividendo mínimo obrigatório poderá trazer informações valiosas para o aprimoramento das leis e do mercado de capitais no Brasil.

Importante salientar que poucos países (apenas cinco) utilizam-se do dividendo obrigatório. Deste fato pode-se inferir que os legisladores da grande maioria das nações não apoiam a instituição da obrigação de um dividendo mínimo. Ao privar as empresas de parte de seu fluxo de caixa excedente, a legislação interfere na sua política de investimento. Neste sentido, a lei retira parte do poder discricionário da gestão na escolha do uso dos seus recursos, obtidos através do lucro gerado pelos investimentos feitos pela própria gestão. Ou seja, o Estado interfere diretamente na administração dos recursos das companhias.

Conforme explicitado, o dividendo obrigatório é uma ferramenta utilizada em algumas nações para atenuar o problema de agência. Porém, não há consenso sobre os custos atrelados à este dispositivo legal. Dessa forma, a presente pesquisa objetiva investigar empiricamente o seguinte problema de pesquisa: qual o impacto do dividendo mínimo obrigatório sobre o investimento das companhias?

1.3 Objetivos

Os objetivos da pesquisa podem ser divididos em geral e específicos:

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral do presente estudo é verificar empiricamente o impacto da lei do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas de capital aberto.

1.3.2 Objetivos Específicos

O objetivo geral pode ser desmembrado nos seguintes objetivos específicos:

1. Observar e coletar dados sobre o que é estabelecido atualmente nos estatutos sociais das empresas listadas na BM&FBovespa com relação a distribuição de lucros e seu respectivo pagamento através das atas das assembleias gerais ordinárias;

2. Mensurar o impacto da lei do dividendo obrigatório no valor marginal do caixa das empresas brasileiras de capital aberto, para dessa forma testar uma diferente *proxy* de restrição financeira para modelos de investimento;
3. Verificar o impacto desta lei no investimento corporativo de empresas restritas financeiramente no contexto nacional;
4. Realizar um estudo comparativo abordando o impacto desta lei no investimento de empresas em uma amostra multi-países.

1.4 Contribuições e Justificativa

O dividendo obrigatório diminui o fluxo de caixa disponível às empresas, que poderiam utilizá-lo, dentre outras coisas, para investimentos em projetos rentáveis (MARTINS; NOVAES, 2012). Dessa forma, ele pode ser considerado também como um limitador importante da capacidade de investimento das companhias, o que pode acarretar atrasos no desenvolvimento econômico das empresas, e conseqüentemente, da nação. Inclusive, pesquisas (LEVINE; ZERVOS, 1996; BECK; LEVINE, 2004; CAPORALE; HOWELLS; SOLIMAN, 2004; CHRISTOPOULOS; TSIONAS, 2004) demonstram a relação entre desenvolvimento do mercado de capitais e crescimento econômico, por exemplo.

Dessa forma, testar a existência de impactos significantes do dividendo obrigatório no investimento das empresas brasileiras de capital aberto poderá auxiliar diferentes nações a adotar ou não a obrigatoriedade deste mecanismo. De forma similar, servirá como indicador para a continuidade ou não desta lei no Brasil. Caso seja demonstrado o não impacto deste no investimento das firmas brasileiras, existe uma forte indicação para a continuidade do mesmo, visto que protegeria os acionistas sem penalizar as firmas a ponto de prejudicá-las. Neste sentido, poderia até mesmo servir como base para que mais nações venham a utilizar-se deste mecanismo para aumentar a proteção dos seus investidores.

Antagonicamente, caso seja demonstrado um impacto significativo no investimento, cria-se uma nova questão a ser discutida: o *trade-off* entre a proteção ao acionista e a diminuição do investimento das companhias. As nações que adotam o dividendo obrigatório ou possuem intenção em adotar, podem utilizar-se dos resultados da presente pesquisa para avaliar a continuidade ou implementação deste mecanismo, avaliar momentos econômicos propícios para seu uso ou criar diferentes regras legais para suavizar o impacto do mecanismo no investimento das empresas.

Precedentemente, Martins e Novaes (2012) testaram o impacto do dividendo mínimo obrigatório no investimento de algumas companhias brasileiras de capital aberto. Os autores concluem que esta lei é eficaz, visto que o *dividend yield* no Brasil é superior ao verificado

nos Estados Unidos, sem tornar mais difícil o investimento das firmas brasileiras. Esta pesquisa foi pioneira na investigação do tema e contribuiu para iniciar a elucidação do problema.

Diferentemente desta, o presente trabalho busca alcançar o objetivo de pesquisa a partir de um avanço significativo em relação ao restante da literatura do tema: a classificação em empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório e aquelas que pagam acima deste patamar. Esta catalogação permitirá segregar a avaliação do impacto do dividendo mínimo das companhias que, provavelmente, são influenciadas de formas diferentes por este dispositivo legal.

E, principalmente, a coleta manual de dados (que será descrita posteriormente na seção 3.2) possibilita com acuracidade inédita apropriar o dividendo distribuído ao seu período referente, ou seja, o exercício que gerou este provento. Como consequência direta, os modelos empíricos possuirão maior precisão para testar o impacto do dividendo obrigatório no investimento das empresas no período a que aquele corresponde. Ainda referente à amostra, a presente pesquisa contempla um maior número de dados - tanto em termos de empresas quanto em anos.

Adicionalmente, a presente pesquisa agrega novos conhecimentos ao utilizar-se também de uma amostra multi-países. Esta diferenciação permitirá analisar como o dividendo obrigatório impacta nas empresas situadas nas diversas nações que o adotam, para dessa forma analisar também se o impacto é diferente entre estes.

Outro aspecto da contribuição da presente pesquisa é a verificação de uma novo critério de classificação em modelos de investimento entre empresas restritas e não restritas financeiramente: o dividendo obrigatório. Ao reduzir o caixa livre das companhias, este dispositivo legal pode afetar o valor marginal do caixa das empresas e, em consequência, afetar o investimento das mesmas. Por dedução lógica simples, sem considerar outros fatores influenciadores, poderia-se esperar que ao passo que empresas distribuem maiores proventos, aumentaria-se o valor marginal do caixa, devido à diminuição dos recursos à disposição da empresa. Entretanto, é esperado pela pesquisa que o valor marginal do caixa seja maior para empresas que pagam apenas o mínimo do que as que pagam acima, pois estas teriam outras fontes disponíveis para financiar suas atividades e investimentos². Desta forma, cria-se um teste para um novo critério de definição de empresas restritas (ou não restritas financeiramente): o pagamento do dividendo obrigatório (ou acima deste).

² E, em razão destas outras fontes, poderiam optar por distribuir dividendos acima do mínimo obrigatório.

2 Referencial Teórico

2.1 Dividendos

A política de dividendos especifica as diretrizes de uma empresa a respeito da distribuição de dinheiro aos acionistas. Segundo [Gitman \(2004\)](#) ela deve ser formulada seguindo dois preceitos básicos: maximizar a riqueza dos proprietários e fornecer o financiamento suficiente para a empresa.

2.1.1 Legislação

No Brasil, a lei 6.404/1976 (LSA) estabelece em seu artigo 202 que 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 será metade do lucro líquido contábil do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores:

- a) Quota destinada à constituição da reserva legal;
- b) Importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores;
- c) Lucros a realizar transferidos para a respectiva reserva e lucros anteriormente registrados nessa reserva, que tenham sido realizados no exercício.

É importante salientar que a legislação define como lucro líquido do exercício, o resultado do exercício que permanecer depois de deduzidos (primeiramente) os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda. Sobre este saldo, são deduzidas também as participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias. O saldo destas deduções será considerado o lucro líquido do exercício, que será utilizado como base de cálculo para a distribuição de dividendos.

No segundo inciso do mesmo artigo, é estabelecido que, em caso do estatuto não ser omissivo em relação à sua distribuição, o dividendo obrigatório mínimo não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado¹. O lucro líquido ajustado é calculado deduzindo-se do lucro líquido contábil o valor para a constituição da reserva legal, a reserva de contingências e a reserva de lucros a realizar.

¹ Notar a diferença entre lucro líquido contábil e lucro líquido ajustado.

Conforme o artigo 193 da LSA, 5% do lucro líquido do exercício serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, na constituição da reserva legal, a qual não poderá exceder 20% do capital social. Tem por finalidade assegurar a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para compensar prejuízos ou aumentar capital. Já o artigo 194 da mesma lei, determina que a assembleia geral poderá destinar parte do lucro líquido à formação de reservas para contingências, possuindo a finalidade de compensar, em exercício futuro, a diminuição do lucro decorrente de perda julgada provável. A reserva de lucros a realizar² poderá ser constituída no exercício em que o montante do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício.

O objetivo de estabelecer um dividendo mínimo obrigatório seria a proteção do acionista minoritário, ao impedir a possibilidade do controlador reter a totalidade dos lucros (LAPORTA et al., 2000; COELHO, 2002). Paralelamente, teria também a função de fortalecer o mercado de capitais ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital.

Uma grande preocupação do direito comercial é a proteção da minoria nas sociedades por ações. Por muitas vezes, os acionistas majoritários cortam a distribuição de dividendos com o objetivo de aumentar a parte retida a fim de manter o poder sobre a maior quantidade de recursos já que estes ficam no caixa da empresa e os dividendos vão para o bolso dos acionistas. Contra essa prática, a lei em seu texto não oferece corretivo (REQUIÃO, 2011). O autor relata ainda que a assembleia geral pode determinar o não pagamento dos lucros verificados no exercício, constituindo fundos de reserva com os mais diversos títulos criados.

A legislação permite que o valor destinado ao pagamento de proventos seja retirado apenas das contas lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucro. Dessa forma, sem existir lucro apurado no exercício encerrado, lucro acumulado de exercícios anteriores ou parcelas de lucros já apropriados como reservas, não é permitida a distribuição de dividendos (MARTINS, 1984). Essa proibição visa proteger a integridade do capital social.

Em contrapartida, o quarto inciso do artigo 202 da LSA estabelece que o dividendo mínimo 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 empresa. Esses proventos deverão ser registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios posteriores, deverão ser pagos como dividendo assim que a situação financeira da empresa permita.

O pagamento dos dividendos será feito à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação. Deverá ser pago,

² Conforme o artigo 197 da LSA.

salvo deliberação em contrário da assembleia geral, no prazo de 60 dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social (MAMEDE, 2011). A legislação prevê também o tratamento diferenciado entre ações preferenciais e ordinárias em relação ao pagamento de dividendos.

2.1.2 Juros sobre Capital Próprio

Dentre as formas de distribuição de lucro, Procianoy (2006) cita o pagamento de dividendos em dinheiro como a mais comum, porém não a única. Outra forma, também em dinheiro, é conhecida por juros sobre capital próprio – JSCP. Estes foram criados como alternativa de remuneração dos acionistas das empresas (SANTOS; SALOTTI, 2009), conforme tabela 1.

Tabela 1 – Principais diferenças entre JSCP e Dividendos, conforme legislação.

JSCP	Dividendos
Distribuição optativa, vinculada a existência desta condição no estatuto da empresa e a existência de fluxos de caixa.	Distribuição obrigatória, vinculada a existência de lucros.
Base de cálculo: patrimônio líquido.	Base de cálculo: lucro líquido ajustado.
Percentual de remuneração: limitado à variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP).	Percentual de distribuição: definido em estatuto.
Incidência de impostos para o acionista: é tributado na fonte em 15% sobre o valor distribuído.	Incidência de impostos para o acionista: o valor recebido não é tributado.
Situação fiscal para a empresa: os JSCP distribuídos são considerados despesas financeiras e reduzem a base de cálculo do IRPJ e CSLL.	Situação fiscal para a empresa: os dividendos distribuídos não podem reduzir a base de cálculo do IRPJ e CSLL devidos pela empresa.

Fonte: elaborado pelo autor.

A Lei 9.249³, principalmente em seu nono artigo, fixa os principais critérios legais para a utilização dos JSCP no Brasil:

- permite às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o artigo 202 da LSA;

³ Ver anexo B desta pesquisa.

- o pagamento de JSCP está condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros;
- são calculados com base no saldo das contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP); e,
- concede vantagens fiscais à empresa ao remunerar seu acionista com JSCP, visto que estes são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a compor o lucro real.

Conforme o exposto nos itens anteriormente citados, a distribuição dos JSCP representa uma vantagem fiscal para empresas em relação ao pagamento de proventos. Neste contexto, [Boulton, Braga-Alves e Shastri \(2012\)](#) demonstram empiricamente que o determinante principal das decisões de distribuição de lucros no Brasil são justamente os impostos. Dessa forma e através dos resultados de diferentes pesquisas empíricas ([JUNIOR; ZANI, 2001](#); [SANTOS, 2007](#); [LIBONATI; LAGIOIA; MACIEL, 2008](#)), pode-se inferir que a instituição dos JSCP tem um impacto considerável na política de dividendos nacional.

A inserção dos JSCP nas demonstrações contábeis tornaria o lucro contábil mais próximo da visão econômica do resultado ([SANTOS; SALOTTI, 2009](#)). Pois dessa forma, os demonstrativos contábeis contemplariam também a remuneração do capital próprio na apuração do lucro. Através de sua pesquisa com companhias não-financeiras de capital aberto, [Junior e Zani \(2001\)](#) demonstraram que a distribuição dos JSCP agrega valor à empresa, e os consideram um importante fator de economia fiscal e de preservação do patrimônio empresarial.

2.2 Irrelevância dos Dividendos

Em 1961, Merton Miller e Franco Modigliani publicaram um trabalho clássico onde argumentam que dividendos são irrelevantes em um mercado perfeito. Por perfeito entenda-se sem atritos: impostos, custos de negociação ou outras imperfeições de mercado.

Esta teoria defende a hipótese de que o pagamento de dividendos não altera o valor da firma nem a riqueza de seus acionistas. O valor da firma seria determinado pela sua política de investimentos e pelo retorno obtido por seus ativos. Assim, seus investidores seriam indiferentes quanto à origem do seu lucro: seja ele via dividendos, ou seja por ganhos de capital via valorizações de suas ações. Conseqüentemente, o que deveria importar aos investidores seria o aproveitamento dos projetos de valor presente líquido positivo segundo a política de investimentos das empresas. Sendo assim, não haveria diferença para os acionistas se a empresa financiasse o novo projeto de investimento cortando dividendos (financiamento interno) ou emitindo novas ações (financiamento externo).

Conforme Damodaran (2007), a ideia básica da irrelevância dos dividendos é simples. As empresas que pagam mais dividendos oferecem uma valorização menor de suas ações, mas têm de prover o mesmo retorno total para os acionistas, levando-se em conta suas características de fluxo de caixa e risco. Em contrapartida, companhias que pagam menos dividendos deveriam oferecer maior rentabilidade em ganhos de capital.

Para ilustrar os argumentos de M&M, Allen e Michaely (2003) supõe um mercado perfeito sem impostos onde, na data t , o valor da firma (V_t) é dado pela equação 2.1.

$$V_t = \text{valor_presente_dos_pagamentos} \quad (2.1)$$

Pagamentos incluem dividendos e recompra de ações. Para simplificar a explicação, consideraram dois períodos (t e $t+1$). Na data t , a empresa possui ganhos (G_t) e deve decidir sobre o seu nível de investimento (I_t), de dividendos (D_t) e o montante de ações a serem emitidas (ΔS_t). Caso haja recompra de ações, ΔS_t terá sinal negativo.

Já o nível de ganhos em $t+1$ – denotado $G_{t+1}(I_t, t+1)$ – é função do investimento e da variável randômica θ_{t+1} . Então, ao adotar a ideia de mercados completos teremos a equação 2.2.

$$V_t = D_t - \Delta S_t + \int p_t(\theta_{t+1}) G_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (2.2)$$

Onde:

$p_t(\theta_{t+1})$ = preço em tempo t de uma unidade de consumo em $t+1$ condicionada a ocorrência do estado θ .

Já a equação 2.3 demonstra a identidade dos recursos e usos de fundos no período t .

$$G_t + \Delta S_t = I_t + D_t \quad (2.3)$$

Onde:

G_t = ganhos do período.

Usando a equação 2.3, podemos substituir na equação 2.2 a política de dividendos da empresa:

$$V_t = G_t - I_t + \int p_t(\theta_{t+1}) G_{t+1}(I_t, \theta_{t+1}) d\theta_{t+1} \quad (2.4)$$

Fica evidenciado na equação 2.4 um dos argumentos de M&M. Já que o ganho (G_t) é dado, o único determinante do valor da empresa é o investimento em t (I_t) e o retorno destes investimentos (G_{t+1}). O valor da firma seria maximizado pela escolha apropriada da política de investimento.

Outro ponto interessante decorrente das ideias de M&M foi proposta pelos próprios autores. Eles sugerem que, em caso das expectativas da administração sobre resultados

futuros afetam a sua decisão sobre dividendos correntes, então mudanças nos dividendos possuem caráter informativo sobre os futuros ganhos da companhia - conteúdo informativo de dividendos.

2.3 Relevância dos Dividendos

O conceito-base que suporta a teoria de relevância de dividendos é atribuído a [Gordon \(1963\)](#) e [Lintner \(1962\)](#). Os autores sugerem a existência de uma relação direta entre a política de dividendos de uma empresa e seu valor de mercado. Suas ideias e argumentos ficaram conhecidos pela expressão “pássaro-na-mão”, pois sugere que investidores são geralmente avessos ao risco. Assim, atrelam menos risco aos dividendos correntes do que a dividendos futuros ou títulos a pagar, ou seja, mais vale um pássaro na mão do que dois voando.

[Gordon \(1963\)](#) resumiu seus argumentos em dois pontos básicos: aversão ao risco e aumento na incerteza de um recebimento com o passar do tempo no futuro. O autor propôs que a taxa única de desconto de um investidor é representada por uma constante (k), e que essa taxa é tão maior (menor) quanto menores (maiores) forem os dividendos correntes, conforme equação 2.5. A consequência desta proposição é de que a política de dividendos por si só afeta o valor das ações e essa seria a origem da relevância dos dividendos.

$$P_0 = \int_0^{\infty} D_t e^{(-kt)} dt \quad (2.5)$$

Onde:

P_0 = valor da ação;

D_t = dividendos pagos no período t ; e

k = é um operador de D_t que os reduzem para seu valor presente para o investidor.

Ou seja, conforme [Gordon \(1963\)](#), o valor da ação é resultado da soma dos seus fluxos futuros esperados, sendo o dividendo parte integrante destes fluxos. Assim, um aumento nos dividendos deveria refletir no preço da ação. Para testar este modelo empiricamente, o autor fez uso de algumas prerrogativas: (1) a empresa reterá uma fração b de cada resultado positivo futuro; (2) a empresa terá uma taxa de retorno r do patrimônio líquido; (3) a empresa manterá constante a relação dívida/patrimônio líquido; e (4) não obterá novos financiamentos via capital próprio. Sob essas suposições, o dividendo pode ser representado por:

$$D_0 = (1 - b)Y_0 \quad (2.6)$$

Onde:

Y_0 = lucro da empresa em $t = 0$.

Então, a taxa de crescimento (g) da empresa está representada na equação abaixo.

$$g = br \quad (2.7)$$

Dessa forma, o valor da empresa pode ser representado pela fórmula 2.8.

$$P_0 = \frac{D_0}{k - g} \quad (2.8)$$

O dividendo é a parcela do lucro da empresa distribuído aos seus acionistas. Dessa forma, quanto menor o dividendo, mais recursos estarão disponíveis para reinvestimento e, conseqüentemente, quanto mais for reinvestido na empresa, maior serão também os lucros futuros esperados, gerando assim maiores dividendos futuros. Porém, conforme a teoria do “pássaro-na-mão”, os investidores consideram o dividendo futuro mais arriscado e, como consequência, a taxa de retorno exigida pelos investidores é uma função crescente do índice de retenção de lucros e será maior que a taxa de crescimento.

A redução do pagamento de dividendos, segundo o modelo de Gordon, influencia negativamente o valor da empresa através de duas variáveis: dividendos (D) e taxa de retorno exigida pelos investidores (k). Entretanto, a variável taxa de crescimento dos dividendos (g) nesta situação tem influência positiva no valor da empresa.

Fazendo um paralelo com a teoria de irrelevância dos dividendos, [Gordon \(1963\)](#) argumenta que, de acordo com M&M, o custo de capital de uma corporação é uma constante, ou seja, não depende do seu método e nível de financiamento. Dessa forma, a estratégia ideal seria aquela em que o retorno marginal do investimento equivale a custo de capital. Porém, a teorização demonstrada por Gordon sugere que o custo de capital varia de acordo com o método e nível de financiamento.

2.3.1 Dividendos e o Problema de Agência

[Easterbrook \(1984\)](#) afirma que a política de dividendos, bem como qualquer outra política empresarial, deve ser elaborada com o intuito de minimizar os custos de agência, capital, e de taxação.

Especificamente, os problemas de agência surgem dentro de uma empresa sempre que os gestores possuem incentivos para perseguir interesses próprios às custas do acionista ([AGRAWAL; KNOEBER, 1996](#)). Ou seja, o ponto central da teoria da agência reside no fato de que os interesses entre ambos podem divergir. A soma das despesas de monitoramento

do diretor, e qualquer perda residual restante são definidos como os custos de agência (HILL; JONES, 1992). Conforme Jensen e Meckling (1976), a magnitude dos custos de agência variam de firma para firma, de acordo com as preferências dos administradores, na facilidade com que possam exercer suas preferências individuais em detrimento à maximização da riqueza da companhia e nos custos de monitoramento.

Contra este problema existem alguns mecanismos de governança interna (SILVA; GOERGEN; RENNEBOOG, 2004). O *payout* de dividendos pode ser um mecanismo para induzir gestores a buscar a maximização do valor da empresa, pois níveis altos obrigariam que gestores focassem em altos fluxos de caixa e inibissem o investimento em projetos com baixo retorno; diminuindo conseqüentemente os custos de monitoramento e as perdas residuais. Da mesma forma, a política de dividendos possui efeito sinalizador, ao passo que cortes neste podem ser interpretados pelo mercado como sinais importantes de más notícias sobre o futuro da empresa.

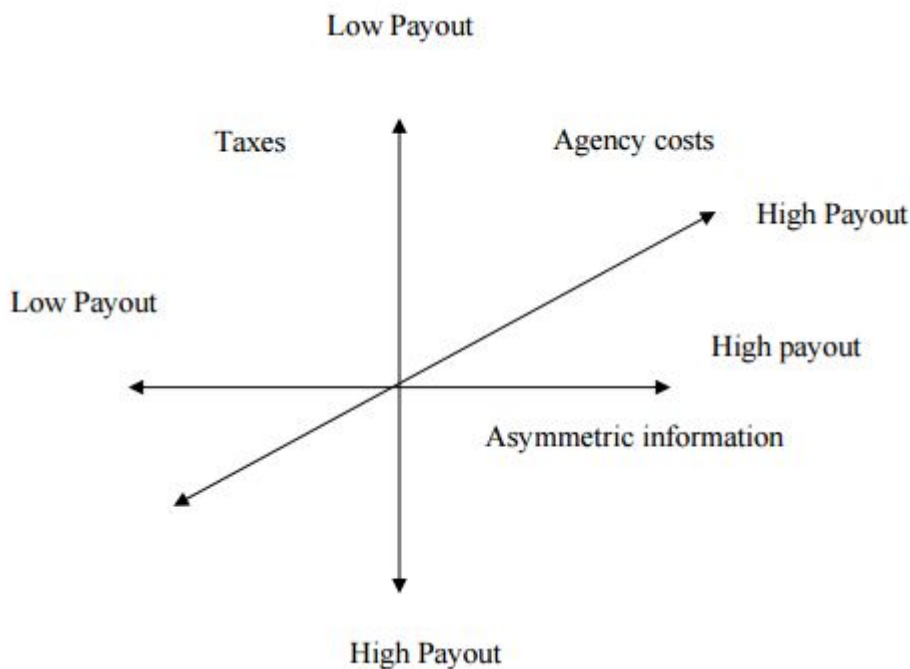
A política de dividendos pode ser utilizada então para resolver problemas de agência, da má utilização do excesso de caixa para benefícios privados dos controladores (JENSEN, 1986; MYERS, 2000). O conceito chave nesta proposição é a de que a não-distribuição de dividendos acarreta provavelmente o mau uso dos recursos, tanto em termos de benefícios privados dos gestores quanto a aplicação em projetos sem retorno positivo para a empresa. Estas possibilidades são claramente desfavoráveis aos acionistas. Então, conforme o exposto, a distribuição de dividendos agiria como forma de diminuir os conflitos de agência dentro das companhias, atuando como instrumento de governança.

Apesar da existência de um dividendo mínimo a ser distribuído no Brasil, gestores devem decidir sobre a distribuição dos lucros restantes. Numa pesquisa com os CFOs das companhias brasileiras de capital aberto, Decourt e Procianny (2012) averiguaram que os principais fatores analisados para a definição dos dividendos são o lucro líquido do exercício e a geração de caixa do período. Numa pesquisa similar, porém com empresas norte-americanas, Abrutyn e Turner (1990) citaram como principais fatores a sinalização (informação assimétrica), custos de agência e taxaço.

Ante o exposto, a decisão sobre a quantia a ser distribuída envolve inúmeros fatores, como resume a figura 1. A existência do dividendo obrigatório reduz os fundos internos disponíveis às empresas para investir, causando problemas como a perda de projetos importantes devido à falta de financiamento, por exemplo. Mas também reduz a possibilidade dos gestores buscarem benefícios privados, visto que reduz o fluxo de caixa livre a ser utilizado pelos gestores.

Assim, a proteção ao investidor acaba por ser crucial porque, em muitos países, a expropriação de acionistas minoritários e credores por parte dos acionistas controladores

Figura 1 – Modelo de Atritos Concorrentes.



Fonte: Lease et al. (1999).

é extensa (SHLEIFER et al., 2000). Conforme o exposto, o dividendo obrigatório pode ser considerado uma ferramenta útil ao acionista minoritário, pois o auxiliaria de diversas formas, seja na diminuição da assimetria informacional ou na defesa contra a expropriação do acionista majoritário, por exemplo.

Em suma, o dividendo obrigatório reduziria o poder de escolha do *payout* desejado pelo acionista controlador. Assim, a existência do dividendo mínimo no Brasil é, de certa forma, um limitador do poder do acionista controlador e, conseqüentemente, redutor do valor do controle empresarial.

Neste sentido, LaPorta et al. (1998a) destacam justamente que os direitos dos acionistas se tornam críticos quando os gestores agem em benefício próprio. Conforme os autores, esses direitos dão poder aos investidores para extrair da empresa o retorno para seus investimentos. Assim, dividendos são distribuídos aos acionistas pois estes teriam condições de destituir a direção que não distribua proventos, e credores são pagos pois estes possuiriam o poder de se adonar do colateral caso necessário. Os pesquisadores concluem que, sem estes direitos, investidores não seriam pagos, e conseqüentemente empresas encontrariam mais dificuldade para obter financiamentos externos.

Conforme o exposto, as leis e a qualidade de sua aplicação possuem influência expressiva para o mercado financeiro. Então, criando um elo entre leis e finanças, a pesquisa clássica de LaPorta et al. (1998a) examina empiricamente como as leis que protegem o

investidor diferem entre 49 países. Os autores demonstram que as leis variam entre os países, e que parcialmente estas diferenças podem ser explicadas pela origem legal da nação. Os resultados indicam que países com tradição legal oriunda do *Common law* possuem as maiores proteções legais aos acionistas e credores, já os oriundo dos Direito Civil francês as menores.

Sobre a questão específica do dividendo obrigatório, LaPorta et al. (1998a) relatam que este pode ser um substituto legal para a fraqueza de outras medidas protetivas dos acionistas minoritários. Nesta pesquisa é demonstrado que países que adotam o Direito Civil francês possuem pior proteção legal ao seus acionistas em comparação aos demais países da amostra e, em virtude deste fato, alguns de seus componentes utilizam o dividendo obrigatório como forma de remediação do problema. Inclusive, nesta mesma pesquisa, os autores demonstram adicionalmente que os países com tradição legal oriundos do Direito Civil francês possuem também os piores níveis da amostra relacionados à aplicabilidade das leis e qualidade dos critérios contábeis. Fatos estes que ressaltariam a importância do dividendo obrigatório como proteção ao acionista.

Com o intuito de justamente testar a hipótese de dividendos como instrumento para mitigar o problema de agência das companhias, LaPorta et al. (2000) criam dois modelos não-excludentes para explicar o fenômeno. O “*outcome model*” teoriza que os dividendos são pagos pois os acionistas minoritários pressionam os *insiders* a desembolsar caixa. Este modelo então prevê que maior proteção ao acionista minoritário deveria estar associado com maior distribuição de dividendos.

Já de acordo com o “*substitute model*”, os *insiders* interessados em emitir ações no futuro pagam dividendos para estabelecer uma reputação de bom tratamento ao acionista minoritário. Este modelo prevê que empresas em países com menor proteção legal, porém com boas oportunidades de investimento, optarão por pagar mais dividendos justamente para manter sua reputação, em detrimento às oportunidades descartadas.

Para testar estes dois modelos foram utilizados dados *cross section* de mais de 4.000 empresas de 33 países. A escolha de uma amostra global é devida ao fato de que a severidade dos problemas de agência aos quais os acionistas minoritários estão expostos variam de país para país, fato este parcialmente explicado pela variação do nível de proteção legal entre países, conforme demonstram LaPorta et al. (1998a).

Os resultados obtidos por LaPorta et al. (2000) indicam que empresas em países oriundos do *Common law* (onde a proteção ao investidor é melhor, inclusive conforme LaPorta et al. (1998a)) pagam mais dividendos do que países oriundos do Direito Civil francês. Adicionalmente, em países *Common law*, empresas com alto crescimento pagam menos dividendos do que empresas com baixo crescimento. Estes fatos suportam o “*outcome*

model”, nos quais investidores em países com alta proteção legal utilizam de seus poderes para extrair mais dividendos das empresas, quando as oportunidades de reinvestimento são pobres.

Sobre o processo de amostragem de LaPorta et al. (2000), uma consideração é fundamental para a presente pesquisa: os autores excluíram da amostra as firmas dos países com dividendo obrigatório - Brasil, Chile, Colômbia, Venezuela e Grécia. Relatam que, pelo ambiente legal existente nestes países, o fato de existir um dividendo obrigatório que obrigue as empresas a distribuir parte de seus lucros já é evidência da existência do problema de agência. Dessa forma, todas as hipóteses e modelos da pesquisa não foram testados justamente nos países propostos a serem estudados pela presente pesquisa.

A constatação feita por Vancin e Procianoy (2016a) de que, no período de 2007 à 2013 no Brasil, 63,3% das empresas brasileiras de capital aberto pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório, suscita a ideia de que o “*substitute model*” pode encontrar respaldo no Brasil. Existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o legal e o contratual mínimos e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei ou por seus estatutos sociais a fazerem algum pagamento de dividendos e que as segundas não o são. As primeiras, caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. O intuito de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.

Uma possível explicação para o elevado percentual de empresas que pagam acima do mínimo é a de que empresas em países com menor proteção legal, porém com boas oportunidades de investimento, optarão por pagar mais dividendos justamente para manter sua reputação, em detrimento às oportunidades descartadas (“*substitute model*”). Um exemplo de como testar esta hipótese é o estudo das empresas que pagam acima do mínimo e possuem boas oportunidades de investimento. Pois apesar de não possuírem nenhuma obrigação de distribuir dividendos “extras”⁴ e com boas oportunidades de investimento, estas empresas optam por fazê-lo sem motivação aparente. Uma explicação seria justamente a manutenção da reputação da companhia para futuros lançamentos de ações.

2.3.2 Dividendos, Retenção de caixa e Investimento

As alternativas básicas das empresas para a destinação dos resultados de suas atividades são: distribuir o lucro excedente para seus acionistas, investi-lo em projetos rentáveis que revertam em mais lucros para os próprios acionistas ou ainda constituir reservas em seu caixa. Nesta questão reside uma importante decisão financeira dos gestores: pagar dividendos e assim premiar os acionistas pelo seu capital investido ou não distribuir

⁴ Refere-se à parcela de proventos distribuída pelas empresas que excede o dividendo obrigatório

e, dessa forma, demonstrar confiança em suas oportunidades de investimento que poderiam ser perdidas caso fossem pagos dividendos.

De acordo com a teoria de irrelevância dos dividendos de [Miller e Modigliani \(1961\)](#), não existiria nenhuma diferença ou vantagem entre reter o lucro dentro da empresa ou distribuí-lo para seus acionistas. Esta teoria defende a hipótese de que o pagamento de dividendos não altera o valor da firma nem a riqueza de seus acionistas, já que o valor da empresa seria determinado pela sua política de investimentos e pelo retorno obtido por seus ativos. Assim, seus investidores seriam indiferentes quanto à origem do seu lucro: seja ele via dividendos, ou seja por ganhos de capital via valorizações de suas ações.

Porém, os pressupostos rígidos da teoria de irrelevância de dividendos (mercado de capitais perfeito, comportamento racional dos investidores e contexto de certeza) são praticamente inalcançáveis no mundo real. Assim, o dividendo acarreta a diminuição do fluxo de caixa livre das empresas, podendo penalizá-las de diferentes formas e intensidades, dependendo de diversos aspectos referentes às firmas. Afinal, estes recursos distribuídos poderiam ser utilizados em projetos rentáveis das companhias, aumentando o retorno dos seus próprios acionistas. Ou seja, são limitadores da capacidade de investimento das firmas, pois com a distribuição dos dividendos não é possível manter a política de investimento ótima (pela finitude de recursos disponíveis e restrição de crédito).

Conforme demonstram alguns trabalhos empíricos ([FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988](#); [GILCHRIST; HIMMELBERG, 1995](#); [CARPENTER; GUARIGLIA, 2008](#)), as fontes internas de financiamento das empresas possuem forte relevância para o investimento das mesmas. Adicionalmente, estas pesquisas demonstram que esta relação é ainda mais forte para empresas consideradas restritas financeiramente, ou seja, firmas que possuem algum nível de dificuldade em obter financiamentos para suas atividades ([CAMPELLO; GRAHAM; HARVEY, 2010](#)). Neste sentido, [Almeida e Campello \(2007\)](#) demonstram adicionalmente que variáveis que aumentam a capacidade da empresa de obter financiamento externo (como a tangibilidade de seus ativos) também podem aumentar o investimento quando as empresas têm acesso imperfeito ao crédito.

A opção de manter os lucros dentro da companhia em seu caixa também é um assunto que traz grande interesse ao mundo acadêmico. Este fato pode ser explicado parcialmente por tratar-se de uma opção não-rentável, mas que é adotada, em diferentes níveis, pelas companhias. Sobre o assunto, [Bates, Kahle e Stulz \(2009\)](#) demonstram, em uma amostra de empresas norte-americanas entre 1986 e 2006, haver um aumento significativo no caixa destas companhias ao longo dos anos. Segundo os autores, uma explicação plausível para o aumento secular no caixa de companhias não-distribuidoras de dividendos é fornecida pela teoria de precaução de caixa. Sob essa teoria, as empresas guardam dinheiro como medida protetiva contra choques adversos de fluxo de caixa. Dessa

forma, manter dinheiro em caixa seria uma proteção contra o risco idiossincrático.

Outra abordagem sobre a importância da manutenção de caixa é encontrada em Almeida, Campello e Weisbach (2004). Nesta pesquisa, é argumentado que a ligação entre as restrições financeiras de uma companhia e sua demanda por liquidez é um determinante importante do comportamento da firma. Pois, as empresas antecipando restrições de financiamento no futuro, respondem a essas restrições potenciais acumulando dinheiro hoje. Este fenômeno seria verdadeiro apenas para empresas restritas financeiramente, visto que as não-restritas possuem outros meios para financiar os seus investimentos com VPL positivo.

Sobre a retenção de dinheiro dentro da companhia, Faulkender e Wang (2006) demonstram também que, no mercado norte-americano, o **valor marginal do caixa** decresce ao passo que aumenta-se a retenção do dinheiro, aumenta-se a alavancagem, melhora-se o acesso ao mercado de capitais e quando as companhias decidem distribuir seus lucros prioritariamente em dividendos do que em recompra de ações. Sobre o valor marginal do caixa, Opler et al. (1999) argumentam que os administradores que maximizam o valor para o acionista são aqueles que fixam o nível de caixa da empresa de modo que os benefícios marginais do caixa sejam iguais aos custos marginais de manter esses ativos.

Então, existem evidências de valor atribuível a acumulação de caixa por parte da empresa. Pinkowitz e Williamson (2002) mensuram o valor marginal do caixa das empresas na perspectiva de seus investidores, ou seja, o valor que o mercado acionário atribui ao acréscimo de uma unidade no caixa da companhia. Em um estudo multi-países, Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003) demonstram que, controlando para desenvolvimento financeiro, empresas em países com maior risco e pior proteção legal para os investidores mantêm maiores níveis de caixa. Entretanto, o valor marginal de caixa para estas empresas é substancialmente menor do que em países com melhor ambiente institucional.

Conforme o exposto, as companhias possuem três opções básicas para destinação do seus lucros: distribuir aos acionistas, investir este montante em novos projetos, e/ou mantê-lo em caixa. Conforme afirmam Gatchev, Pulvino e Tarhan (2010), os estudos empíricos de finanças corporativas usualmente examinam as políticas financeiras das empresas de forma isolada. Geralmente utilizam-se de modelos econométricos com equação única nos quais não consideram a interdependência entre as diferentes políticas da empresa. Ou seja, não consideram que a política de dividendos afete a política de investimento da firma e vice-versa, por exemplo. A ideia tangente a esta questão é o fato que as empresas possuem recursos finitos, então a política de dividendos, de investimentos e de caixa concorreriam pelos mesmos recursos.

Neste sentido, Brav et al. (2005) realizaram uma extensa pesquisa⁵ com executivos financeiros de empresas norte americanas com o intuito de determinar os fatores que influenciam as decisões sobre a distribuição de dividendos. Os resultados desta pesquisa indicam que manter constante o dividendo pago por ação é tão importante quanto as decisões de investimento. Este achado reforça a ideia de que dividendos competem com investimentos pelos recursos disponíveis das companhias, ou seja, a decisão de distribuir dividendos poderá ter impacto no investimento da firma, por exemplo.

No Brasil e em algumas outras nações, estas opções não ficam totalmente a critério das companhias. Nestes países, devido a existência do dividendo obrigatório, as companhias são compelidas a distribuir parte pré-estabelecida de seus lucros. Dessa forma, a instituição do dividendo obrigatório retira parte da discricionariedade das empresas sobre a alocação de seus recursos. Para responder ao questionamento da pesquisa sobre os custos e benefícios do dividendo obrigatório, Martins e Novaes (2012) analisam uma amostra de empresas brasileiras de capital aberto, especificamente suas decisões de investimento e dividendos. Os autores verificam que uma fração significativa dessas empresas usam brechas de regras de dividendos obrigatórios do Brasil para evitar o pagamento de dividendos. E, mesmo assim, as regras de dividendos são eficazes, pois auxiliam a explicar as razões pelas quais o *dividend yield* médio no Brasil é maior do que nos Estados Unidos (onde não existe dividendo obrigatório), sem tornar mais difícil para as empresas investir.

Compreender e mensurar o impacto do dividendo obrigatório no investimento e no caixa das empresas possui grande relevância para a nação como um todo. Ao retirar parte do poder discricionário das companhias de decisão sobre seus recursos, a legislação⁶ pode penalizar, especialmente, empresas que possuam acesso restrito a financiamentos.

2.3.2.1 O papel das restrições financeiras

Conforme Casagrande (2002), a decisão de investimento pelos agentes econômicos constitui uma das mais importantes decisões econômicas, pois ela possui caráter determinante no desempenho da economia em nível agregado. Ao passo que também constitui uma importante fonte da acumulação de capital e, por conseguinte, a maior determinante da capacidade da economia a longo prazo. Por fim, o autor cita que o investimento é a componente mais instável da demanda agregada e natural responsável pelas variações na renda e no emprego.

A existência de “imperfeições” nos mercados financeiros, tais como *insider trading*, assimetria informacional, problema de agência, custos de transação e impostos interferem nas decisões corporativas. Especificamente, a ocorrência de assimetria de informação pode

⁵ Pesquisa semelhante feita no contexto nacional por Decourt e Procianny (2012).

⁶ Ver Friedman (1962) sobre liberalismo econômico.

acarretar no racionamento de crédito para as companhias, por exemplo. Este fenômeno ocorre devido ao fato dos credores definirem a taxa de juros sobre os empréstimos, e um possível excesso de demanda não será automaticamente corrigido por uma variação positiva no preço (aumento da taxa de juros), fazendo com que os devedores não consigam obter o volume de crédito desejado ou parte deste. Como consequência direta, as decisões de investimento podem depender então da disponibilidade interna de recursos e as firmas podem necessitar de liquidez para remediar os efeitos das restrições de crédito sobre os investimentos futuros (KIRCH; PROCIANOY; TERRA, 2014).

A partir desta constatação, diversos estudos (FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988; FAZZARI; PETERSEN, 1993; LOVE, 2003; RAUH, 2006) passaram a incorporar aos seus modelos de investimento corporativo as imperfeições e restrições dos mercados de crédito. Um dos pioneiros e expoente do tema foi a pesquisa de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Os autores defendem que, para empresas que enfrentam um mercado imperfeito para financiamento externo, não é suficiente focar apenas no custo de financiamento. Se a desvantagem entre o financiamento externo sobre o interno for grande, seu investimento deve flutuar de acordo com seu fluxo de caixa.

Considerando os modelos de investimento trazidos pela literatura, Fazzari e Petersen (1993) introduziram a novidade de investigar o comportamento do investimento a partir da influência do capital de giro sobre esse gasto, utilizando modelos de regressão com dados em painel para empresas norte-americanas. Os autores testaram a variação do capital de giro⁷(ΔW) como fonte e uso de recursos, conforme equação 2.9

$$(I/K)_{jt} = \beta_1(Q_{j,t}) + \beta_2(CF/K)_{j,t} + \beta_3(\Delta W/K)_{j,t} + \beta_j + \beta_t + e_{j,t} \quad (2.9)$$

Os resultados obtidos indicam uma relação positiva entre o fluxo de caixa (CF) e o investimento das firmas (I), com impacto ainda mais significativo para as empresas restritas financeiramente. Este resultado empírico corrobora com a teoria apresentada por Fazzari, Hubbard e Petersen (1988). Sobre a variável capital de giro, o resultado negativo de seu coeficiente indica, segundo os autores, que o capital de giro compete com o investimento pelos recursos limitados de financiamento existente para as firmas, e este resultado também é mais significativo e impactante para as empresas consideradas restritas financeiramente.

Uma crítica importante feita na literatura sobre os modelos de investimento que incluem os fluxos de caixa como variável explicativa é o viés na mensuração na variável oportunidades de investimento (Q de Tobin). Os críticos alegam que a variável fluxo de

⁷ Importante ressaltar que esta variável foi instrumentalizada para evitar problemas de endogeneidade na estimação do modelo econométrico.

caixa apenas representa o conjunto de oportunidades de investimentos não captadas pelo *Q de Tobin* e, conseqüentemente, contestam também que os fluxos de caixa influenciariam a demanda por investimentos das firmas. Com o intuito de contornar os problemas relacionados aos possíveis erros de mensuração nesta variável, Almeida e Campello (2007) exploram o papel da tangibilidade dos ativos na capacidade da firma de obter recursos externos e propõem um novo modelo para explicar o fenômeno. Os resultados da pesquisa mostraram-se em linha com a hipótese de que restrições financeiras afetam as decisões de investimento, sendo que a tangibilidade dos ativos aumenta a sensibilidade do investimento aos fluxos de caixa de firmas restritas (efeito “multiplicador de crédito”) e tal efeito não é observado entre as firmas classificadas como não restritas financeiramente.

Para o contexto nacional, algumas pesquisas empíricas (COSTA; PAZ; FUNCHAL, 2008; ALDRIGHI; BISINHA, 2010; PORTAL; ZANI; SILVA, 2012) demonstraram que a restrição ao crédito possui relevância e influência no investimento corporativo das empresas brasileiras de capital aberto. Em Kirch, Procianoy e Terra (2014), os autores testam e corroboram com os resultados do modelo de Almeida e Campello (2007). Conforme os resultados daquela pesquisa, de forma geral, as firmas classificadas como não restritas financeiramente são sensíveis somente às oportunidades de investimento da firma; já nas firmas classificadas como restritas financeiramente a demanda por investimentos é sensível à disponibilidade de recursos internos (fluxos de caixa) e essa sensibilidade, além de positiva, é crescente no nível de tangibilidade dos ativos (“efeito multiplicador de crédito”).

3 Método de Pesquisa

Neste capítulo formulam-se as hipóteses de pesquisa, apresentam-se os modelos empíricos utilizados para testar as referidas hipóteses, descreve-se o processo de estimação e, por fim, revela-se os procedimentos de seleção e tratamento da amostra.

3.1 Formulação de Hipóteses e Modelos Econométricos

As hipóteses da presente pesquisa decorrem dos objetivos estabelecidos previamente.

Hipótese 1 (H1): *Tudo o mais constante, o valor marginal do caixa diminui com o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório.*

Desde a pesquisa clássica de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988), a maioria dos modelos econométricos que procuraram investigar o **investimento corporativo**, levaram em consideração a existência (ou ausência) de **restrições financeiras** por parte das companhias. Empresas com latentes restrições financeiras tenderiam a depender mais de suas fontes internas de financiamento.

Neste contexto, inúmeras pesquisas internacionais (GILCHRIST; HIMMELBERG, 1995; ALMEIDA; CAMPELLO; WEISBACH, 2004; CLEARY, 2006) utilizaram o pagamento de dividendos como *proxy* para restrição financeira, isto é, empresas pagadoras de dividendos são classificadas como não-restritas financeiramente. Este fato decorre da concepção de que estas companhias possuem o montante necessário para investimentos e ainda possuem a capacidade de distribuir proventos aos seus acionistas (atitude optativa). Porém, no Brasil, os estudos sobre investimento usualmente não utilizam o dividendo como *proxy* para restrição financeira. Isto é consequência provável da existência do dividendo obrigatório. Empresas nacionais, independentemente do grau de restrição financeira que enfrentem, são obrigadas a distribuir parte de seus recursos internos.

Conforme Vancin e Procianoy (2016a), existe uma diferença básica e primordial entre as companhias que pagam apenas o dividendo mínimo e aquelas que pagam acima deste montante. Observa-se que as primeiras são obrigadas por lei a fazerem alguma distribuição de dividendos, e caso pudessem pagar menos que este mínimo, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos. Assim, a simples classificação de pagadoras ou não de dividendos como métrica de restrição financeira no Brasil causaria viés na estimação dos modelos, visto que incluiriam empresas que pagam proventos mas não o desejam fazer (aquelas que distribuem apenas o obrigatório)

classificadas como não restritas financeiramente.

Dessa forma e preliminarmente, pode-se considerar conceitualmente que as empresas que pagaram dividendos acima do mínimo como não-restritas financeiramente, visto que optam por utilizar um parcela do fluxo de caixa livre para distribuição de proventos. Estas empresas indicam ao mercado que possuem recursos acima do necessário para viabilizar seus projetos, visto que demonstram possuir recursos “ociosos” para distribuição extra para seus acionistas. Opostamente, as empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório podem ser consideradas conceitualmente financeiramente restritas, pois apenas distribuem o mínimo necessário para cumprirem com a legislação, ou seja, demonstram precisar de todo o fluxo de caixa livre para a operação da companhia. E $H1$ visa justamente demonstrar empiricamente este fenômeno. Desta forma, cria-se uma novo teste para critério de definição de empresas restritas (ou não restritas financeiramente): o pagamento dividendo obrigatório (ou acima deste).

Para tal, a presente pesquisa busca avaliar o valor marginal do caixa das empresas nacionais de capital aberto. É esperado pela presente pesquisa que o valor marginal do caixa seja maior para empresas que pagam apenas o mínimo do que as que pagam acima, pois as companhias que pagam acima do mínimo obrigatório seriam não restritas financeiramente - por decidirem discricionariamente distribuir proventos extras, provavelmente em razão de possuírem maior acesso a diferentes fontes de financiamento ou maior geração de recursos internos, por exemplo. Então, estas empresas teriam um valor marginal menor para unidades extras de caixa.

Desta conjectura, foram elaborados os modelos econométricos descritos na equações 3.1 e 3.2. A única diferença existente entre os dois modelos reside na *proxy* para o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório - $Div_{i,t}$ ou $Dummy_{i,t}$. O intuito básico da última *proxy* citada é verificar empiricamente se empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório possuem diferentes valores à retenção de caixa em relação àquelas que apenas cumprem a legislação (não pagadoras de dividendos e companhias que distribuem apenas o mínimo). Já variável $DivD_{i,t}$ tem como escopo mensurar se, ao passo que o dividendo discricionário cresce ou decresce, altera-se também o valor do caixa. A seguir estão descritas as equações citadas:

$$\begin{aligned}
VA = r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta AC_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta PD_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta J_{i,t}}{V_{i,t-1}} \\
& + \alpha_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{C_{i,t-1}}{V_{i,t-1}} + \alpha_8 L_{i,t} + \alpha_9 \frac{FL_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_{10} \frac{C_{i,t-1}}{V_{i,t-1}} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} \\
& + \alpha_{11} L_{i,t} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_{12} \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times DivD_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.1)
\end{aligned}$$

e

$$\begin{aligned}
VA = r_{i,t} - R_{i,t}^B = & \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta AC_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{\Delta PD_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_5 \frac{\Delta J_{i,t}}{V_{i,t-1}} \\
& + \alpha_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_7 \frac{C_{i,t-1}}{V_{i,t-1}} + \alpha_8 L_{i,t} + \alpha_9 \frac{FL_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_{10} \frac{C_{i,t-1}}{V_{i,t-1}} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} \\
& + \alpha_{11} L_{i,t} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} + \alpha_{12} \frac{\Delta C_{i,t}}{V_{i,t-1}} \times Dummy_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.2)
\end{aligned}$$

Onde:

- $r_{i,t}$ = retorno percentual da ação durante o período t;
- $R_{i,t}^B$ = retorno do *benchmark* (neste modelo o índice Ibovespa) da ação durante o período t;
- α_0 = constante do modelo;
- α_{1-12} = coeficientes do modelo;
- $V_{i,t-1}$ = variável defasada ($t-1$) do valor de mercado da companhia;
- $\Delta C_{i,t}$ = variação do caixa da firma i no período t;
- $\Delta E_{i,t}$ = variação da lucratividade da empresa i no período t. Este indicador é calculado pela variação do EBITDA da companhia;
- $\Delta AC_{i,t}$ = variação total de ativos correntes da empresa i no período t;
- $\Delta PD_{i,t}$ = variação dos gastos com pesquisa e desenvolvimento da empresa i no período t;
- $\Delta J_{i,t}$ = variação das despesas com juros da empresa i no período t;
- $\Delta D_{i,t}$ = variação do total de dividendos distribuídos pela companhia i na data t;
- $C_{i,t-1}$ = total do caixa defasado, ou seja, o caixa da firma i no período t-1;

- $L_{i,t}$ = alavancagem de mercado da empresa da empresa i no período t . Mensurado pela razão entre o passivo e o ativo totais de uma companhia;
- $FL_{i,t}$ = financiamento líquido da empresa i no período t , mensurado pelo total de ações emitidas menos recompras adicionado do total de dívidas emitidas menos o total de redenção de dívidas;
- $DivD_{i,t}$ = mensurado pelo montante do dividendo discricionário dividido pelo dividendo obrigatório; e
- $Dummy_{i,t}$ = recebe o valor de 1 (um) se a empresa distribuiu dividendos acima do mínimo obrigatório e 0 (zero) caso contrário.
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo erro do modelo.

A variável dependente representa o retorno em excesso das companhias, ou seja, o retorno percentual da ação subtraído do retorno do índice referência da bolsa de valores de São Paulo. A escolha tem como escopo mensurar o valor adicional ($V A$) que o mercado incorpora no valor das ações proveniente nas mudanças da posição em dinheiro (caixa) das empresas durante o ano fiscal.

As variáveis independentes selecionadas são controles de fatores específicos de fontes de valor além de dinheiro, mas que são correlacionados com a retenção de dinheiro da firma, conforme metodologia de [Faulkender e Wang \(2006\)](#). A utilização da variação (Δ) nas variáveis de controle serve para indicar mudanças não esperadas em determinada variável que possui correlação com a retenção de dinheiro nas companhias. Os modelos são estimados com dados em painel, utilizando efeitos fixos de empresa e ano.

Para testar a hipótese criada utiliza-se de termos de interação no modelo. Utiliza-se do termo $\alpha_{12}(\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times DivD_{i,t})$ ou $\alpha_{12}(\frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times Dummy_{i,t})$ para estimar o efeito do pagamento de dividendos extras no valor do dinheiro para a companhia para diferentes níveis de caixa. Dessa forma, conforme teorizado, espera-se que α_{12} seja negativo, ou seja, indicando que o valor adicional marginal (VAM) do caixa decresce ao passo que a empresa decida distribuir mais dinheiro. Pois assim, pode-se demonstrar que firmas que possuem melhor acesso a financiamento, tanto interno quanto externo, possuem maior poder discricionário para distribuir dinheiro aos seus acionistas.

Então, conforme os modelos descritos pela fórmulas [3.1](#) e [3.2](#), após sua estimação, a sensibilidade do valor adicional às variações do caixa pode ser calculado pelas equações [3.3](#) e [3.4](#).

$$VAM = \frac{\partial VA}{\partial \Delta C} = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{11}L_{i,t} + \alpha_{12}DivD_{i,t} \quad (3.3)$$

$$VAM = \frac{\partial VA}{\partial \Delta C} = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{11}L_{i,t} + \alpha_{12}Dummy_{i,t} \quad (3.4)$$

Por meio desta pode-se testar a principal implicação do modelo: para as firmas que pagam acima do mínimo obrigatório, a sensibilidade do valor marginal às variações de caixa é menor do que nas empresas que pagam apenas o mínimo obrigatório, isto é, $\alpha_{12} < 0$.

Empresas que, por iniciativa própria, optam por distribuir dividendos acima do exigido por lei possuiriam menor valor adicional marginal para seu caixa (mesmo com esta saída extra de caixa), demonstrando assim serem companhias não restritas financeiramente. Este fato possui relevância para os estudos sobre investimento corporativo no Brasil e, principalmente, demonstra que o dividendo obrigatório impacta de diferentes formas e níveis nas empresas brasileiras de capital aberto, visto que este valor distribuído compulsoriamente possui importância e valor diferenciado entre as diferentes companhias listadas na bolsa nacional.

Hipótese 2 (H2): *O dividendo mínimo obrigatório reduz o nível de investimento das empresas restritas financeiramente, ou seja, daquelas que distribuem apenas o dividendo obrigatório.*

Um grande número de pesquisas buscou compreender os determinantes do investimento corporativo. Em seus modelos econométricos, usualmente utilizam alguma *proxy* representativa do investimento como variável dependente, e uma série de variáveis independentes que teriam relevância sobre este. Este fato está representado na equação 3.5, onde o investimento é uma função de uma série de variáveis (x_2, \dots, x_n) , incluindo o fluxo de caixa da companhia.

$$Investimento = f(Fluxo\ de\ Caixa, x_2, \dots, x_n) \quad (3.5)$$

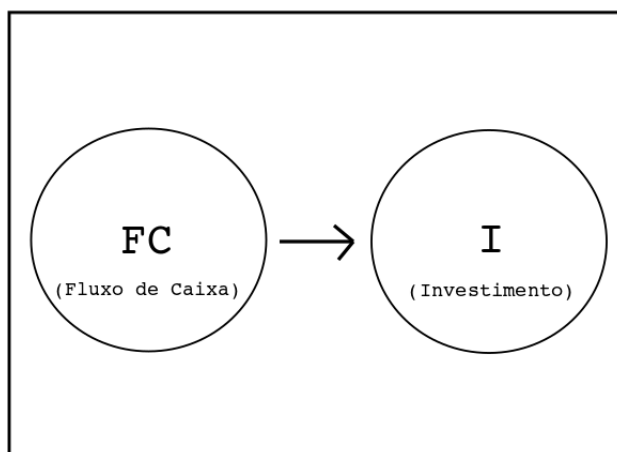
Conforme Gilchrist e Himmelberg (1995), a literatura que investiga o investimento das companhias enfatiza o fato de que o investimento é altamente correlacionado com o fluxo de caixa ou qualquer outra medida de fundos internos. Ainda segundo os autores, esta correlação surge em modelos que contemplam imperfeições no mercado de capitais, quer porque o investimento seja diretamente vinculado aos fundos internos disponíveis no caso do racionamento de crédito, ou ainda em razão do fato que choques no lucro corrente afetem o patrimônio líquido futuro e, portanto, os termos de crédito disponíveis para a companhia.

De acordo com o exposto anteriormente, o fluxo de caixa representa uma fonte

primordial para o investimento corporativo. Tanto pela possível escassez de recursos para financiamento externo ou pelo seu baixo custo, as fontes internas possuem participação relevante no financiamento de novos projetos.

Neste contexto, empresas possuem duas alternativas básicas para a destinação dos resultados de suas atividades: distribuir o lucro excedente para seus acionistas ou investi-lo em projetos rentáveis que revertam em mais lucros para os próprios acionistas. Nesta questão reside uma importante decisão financeira dos gestores: pagar dividendos e assim premiar os acionistas pelo seu capital investido ou não distribuir e, dessa forma, demonstrar confiança em suas oportunidades de investimento que poderiam ser perdidas caso fossem pagos dividendos. Em um contexto onde não há obrigatoriedade de distribuição de proventos, seja por questões legais ou contratuais, caso seja vontade da companhia, o fluxo de caixa pode ser utilizado integralmente em novos investimentos, conforme figura 2.

Figura 2 – Relação entre Fluxo de Caixa e Investimento.



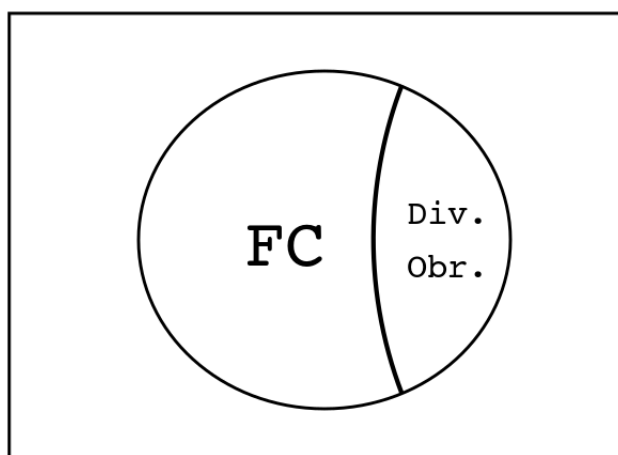
Fonte: Elaborado pelo autor.

Pela literatura, duas formas de avaliar o propósito dos dividendos são evidenciadas: o dividendo como instrumento de governança e dividendo como limitador das empresas. No primeiro, a política de dividendos pode ser utilizada para resolver problemas de agência, da má utilização do excesso de caixa para benefícios privados dos controladores (EASTERBROOK, 1984; JENSEN, 1986; LAPORTA et al., 1998a; MYERS, 2000).

No segundo o fluxo de caixa utilizado para esta distribuição poderia ser também (ao invés) utilizado para o financiamento de projetos economicamente favoráveis às empresas. Dessa forma, os dividendos podem atuar como agentes limitadores dos investimentos, prejudicando os próprios acionistas por conseguinte.

Especificamente no Brasil, a legislação impõe uma distribuição compulsória mínima de dividendos. Ou seja, as empresas nacionais são compelidas por lei a distribuir parte de seus recursos internos, como demonstrado na figura 3. É importante salientar, que esta obrigatoriedade não considera as diferentes realidades enfrentadas pelas companhias. Não é ponderado, por exemplo, se esta fatia dos recursos internos afetaria o investimento corporativo, ou se as companhias possuem outras formas de financiamento, etc. Afeta todas de forma igual, apesar dos diferentes realidades financeiras experienciadas por cada uma das empresas brasileiras de capital aberto.

Figura 3 – Relação entre Dividendo Obrigatório e Fluxo de Caixa.

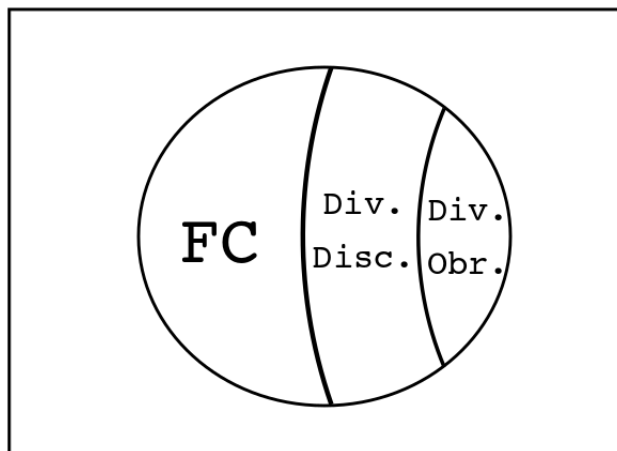


Fonte: Elaborado pelo autor.

Por outro lado, existem companhias que, por critérios próprios, resolvem distribuir dividendos acima do mínimo obrigatório, conforme demonstrado na figura 4. Conforme exposto anteriormente e teorizado em H1, o dividendo acima do mínimo demonstra ser residual, ou seja, os dividendos distribuídos pela companhia seriam o montante que tenha sobrado após todas as oportunidades de investimentos aceitáveis terem sido aproveitadas.

Então, para este grupo de empresas que pagam acima do mínimo, o dividendo obrigatório não deveria ter impacto sobre o investimento (assim como também não deveria ter o dividendo acima do obrigatório - parte discricionária). Parte-se da premissa de que estas empresas planejam a distribuição discricionária com base em seus orçamentos de capital. Dessa forma, a restrição só está ativa para empresas que pagam apenas o mínimo, e que provavelmente pagariam menos se possível.

Figura 4 – Relação entre Dividendo Discricionário e Fluxo de Caixa.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Em contrapartida, as companhias que distribuem apenas o dividendo obrigatório enviam uma sinalização muito forte ao mercado. [Vancin e Procianoy \(2016a\)](#) afirmam que existe uma diferença básica entre as empresas que pagam o dividendo mínimo obrigatório e aquelas que pagam acima deste valor. Observa-se que as primeiras são compelidas por lei a fazerem algum pagamento de dividendos. Caso elas pudessem pagar menos que estes obrigatórios, muito provavelmente o fariam. O desejo de pagar só é encontrado naquelas que pagam acima destes mínimos.

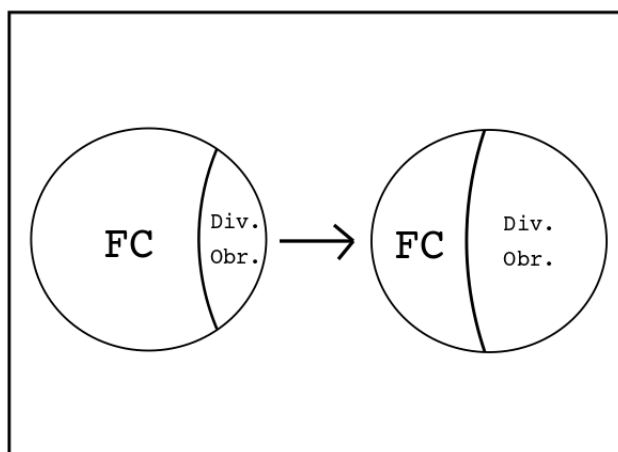
Evidencia-se assim o desejo da não distribuição de proventos por parte de algumas empresas no Brasil. Estas empresas, por critérios próprios, decidem reter o máximo possível de seus lucros em projetos da empresa, sem distribuí-los ao seus acionistas. Outra explicação possível, conforme a pesquisa clássica de [Fazzari, Hubbard e Petersen \(1988\)](#), decorre do fato que os custos de financiamento interno das companhias serem menores do que o externo, em virtude dos custos adicionais referentes aos custos de agência, incentivos ao sub-investimento, ou seleção adversa. Esta e outras evidências indicam a possibilidade do dividendo mínimo não ser totalmente benéfico ao acionista, visto que este poderia prejudicar os planos e projetos futuros das empresas e assim, conseqüentemente, prejudicá-lo também.

Assim, é esperado que apenas neste grupo de empresas o dividendo obrigatório tenha impacto sobre o investimento da firma, pois demonstram necessitar do máximo possível de seus recursos internos, demonstrando serem restritas financeiramente. A utilização da distribuição de proventos para classificação de crédito também é encontrado em diversas pesquisas ([FAZZARI; HUBBARD; PETERSEN, 1988](#); [FAZZARI; PETERSEN, 1993](#); [ZANI; PROCIANOY, 2005](#); [ALMEIDA; CAMPELLO, 2007](#)). Apesar de ser encontrada em

pesquisas nacionais, a presente pesquisa não considera como acurada a simples utilização de *payout* de dividendos como critério. Este fato decorre da existência e da necessidade de se considerar a existência do dividendo obrigatório, fazendo com que o simples ranking de *payout* não seja uma *proxy* precisa e adequada para este tipo de estudo.

Com base no exposto, teoriza-se que o dividendo obrigatório afete unicamente as empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório. Para comprovar esta hipótese, foi elaborado o esquema demonstrado na figura 5. A ideia subjacente é que ao passo que o dividendo obrigatório represente maior parcela do fluxo de caixa (fundamental fonte de financiamento) - menor seja o investimento corporativo.

Figura 5 – Efeito do aumento do Dividendo Obrigatório.



Fonte: Elaborado pelo autor.

Pois, ao retirar parcela maior do fluxo de caixa de empresas que demonstram a intenção de manter a maior quantidade possível de recursos dentro da companhia, muito provavelmente isto tenha relevância para o financiamento de seus projetos. Relembrando que, em um país com escassez de recursos para financiamento como o Brasil, empresas que tenham oportunidades de investimento utilizariam em primeiro lugar seu fluxo de caixa para seu financiamento (também pelo baixo custo deste capital).

Então, com o intuito de verificar empiricamente se o dividendo mínimo obrigatório impacta no nível de investimento das empresas brasileiras restritas financeiramente (que pagam apenas o mínimo), foi criado um modelo de regressão múltipla com efeitos fixos de empresa e ano para estimar este fenômeno, cuja fórmula matemática está descrita na equação 3.6.

$$Inv_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FC_{i,t} + \alpha_2(Q \text{ de Tobin}_{i,t-1}) + \alpha_3 DivO_{i,t} \times min_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3.6)$$

Onde:

- $Inv_{i,t}$ = variável dependente que representa o investimento das companhias. É mensurado pelo crescimento anual dos ativos fixos¹;
- α_0 = constante do modelo;
- α_{1-3} = coeficientes das variáveis do modelo;
- $FC_{i,t}$ = é o fluxo de caixa gerado pela firma i ao longo do período t , por unidade de estoque de capital. Essa variável representa os recursos gerados internamente e disponíveis para novos investimentos, sendo medida pela razão entre o EBITDA no período t e o ativo imobilizado no período $t - 1$;
- $Q \text{ de Tobin}_{i,t-1}$ = representa as oportunidades de investimento da firma i no início do período t , obtida pela razão entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos, sendo o primeiro dado pela soma do ativo total e do valor de mercado das ações decrescendo o valor do patrimônio líquido;
- $DivO_{i,t}$ = variável que representa o dividendo obrigatório. Mais especificamente, mensura quanto do fluxo de caixa representa o dividendo obrigatório. É calculado pela razão entre o montante do dividendo obrigatório distribuído pelas companhias e o seu EBITDA;
- $min_{i,t}$ = variável *dummy* que recebe o valor de um (1) caso a empresa distribua apenas o dividendo obrigatório, e zero (0) caso contrário; e
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo erro da equação.

O objetivo deste modelo é demonstrar o impacto do dividendo obrigatório ($DivO_{i,t}$) no investimento ($Inv_{i,t}$) das companhias brasileiras restritas, quando controlado para fatores exógenos (demais variáveis independentes). Para representar o dividendo obrigatório no modelo econométrico, foi utilizada como métrica a razão entre o dividendo distribuído pelas companhias como dividendo obrigatório e o seu EBITDA, ou seja, mensura quanto do fluxo de caixa representa o dividendo obrigatório.

Ainda sobre a variável $DivO_{i,t}$, pode-se argumentar que para esta variável, apesar de teoricamente ser uma variável exógena, visto que é determinado pela legislação brasileira, existam formas para que as empresas alterarem o montante desta obrigatoriedade. Este

¹ *Proxy* utilizada por [Martins e Novaes \(2012\)](#) em um estudo similar.

fato pode ocorrer se as empresas alterarem seus estatutos sociais sobre a matéria por exemplo.

Então, a solução encontrada pela presente pesquisa foi a de eliminar da amostra aquelas empresas que possuem em seus estatutos sociais um dividendo obrigatório menor do que 25% do lucro líquido ajustado (quantia determinada pela lei). A expressa maioria das empresas brasileiras de capital aberto fixa em 25%, inclusive [Vancin \(2013\)](#) demonstra que, ao final de 2012, 82,1% das companhias brasileiras de capital aberto utilizavam, em seus estatutos sociais, a proporção de 25% do lucro líquido ajustado com dividendo obrigatório. Assim, retira-se da amostra aquelas empresas que, por escolha própria, definiram um dividendo menor do que aquele definido na legislação.

Hipótese 3 (H3): *Empresas situadas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuem menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade, mesmo controlando para outras variáveis como ambiente institucional e desenvolvimento econômico e financeiro, por exemplo.*

O pagamento mínimo de dividendos é obrigatório apenas para companhias de cinco nações: Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela.² Estes países têm seus sistemas jurídicos baseados no direito civil francês, fato que conforme afirma [LaPorta et al. \(2000\)](#), acarreta em baixo grau de proteção aos investidores destas nações. Este cenário desfavorável aos investidores pode acarretar em severas consequências às nações, como o subdesenvolvimento do mercado de capitais, a falta de financiamento para empresas, dificuldades em se criar novas companhias. Neste contexto, o dividendo obrigatório surge como uma alternativa para a proteção dos acionistas nestas nações³.

Em contrapartida, ao instituir o dividendo obrigatório nestas nações, suas companhias tendem a possuir menor disponibilidade de recursos, o que acarretaria em menores níveis de investimento. Para reforçar a importância da possibilidade de utilização destes fundos, [Fama e French \(2001\)](#) demonstraram que empresas norte-americanas que não pagam dividendos possuem as melhores oportunidades de investimento.

Neste contexto, países com maior proteção ao investidor possuem menor sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que países com menor proteção ([MCLEAN;](#)

² Conforme [Martins e Novaes \(2012\)](#), o dividendo mandatário é adotado em apenas um pequeno número de países, dentre outras razões, pelo receio da redução de fundos internos disponíveis às empresas para investir, causando a perda de projetos importantes devido à falta de financiamento.

³ [Procianny \(2006\)](#) ressalta a importância dessa proteção ao verificar que, no Brasil, há uma tendência das empresas em reter a maior parcela possível dos lucros, como forma de autofinanciamento. E, conforme demonstram empiricamente [LaPorta et al. \(1998a\)](#), empresas localizadas em países com melhor proteção legal distribuem mais dividendos aos seus acionistas do que empresas situadas em países com baixo nível de proteção.

ZHANG; ZHAO, 2012). Esta conceituação deriva dos trabalhos de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e Fazzari, Hubbard e Petersen (2000) que demonstraram que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa deveria ser menor para empresas que enfrentam menores custos de financiamento externo. A ideia tangente ao problema é a de que proteção ao acionista reduz o custo de financiamento externo, pois ao reduzir as incertezas, a proteção diminui conseqüentemente o retorno exigido pelo capital. Então, empresas em países com maior proteção deveriam ter investimento menos dependente do fluxo de caixa das empresas.

Assim, para testar o impacto do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas num ambiente multi-países, criou-se um modelo econométrico baseado e adaptado dos trabalhos de Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e McLean, Zhang e Zhao (2012). A regressão, com dados em painel, busca evidenciar diferentes variáveis que impactem no investimento das firmas, conforme demonstra a equação 3.7.

$$\begin{aligned} \frac{I_{i,t}}{T_{i,t-1}} = & \alpha_i + \alpha_t + \alpha_{c,t} + \alpha_{I,t} + \beta_3 q_{i,t-1} + \beta_4 \frac{FC_{i,t}}{T_{i,t-1}} + \beta_5 (q_{i,t-1} \times DivOb_c) \\ & + \beta_6 \left(\frac{FC_{i,t}}{T_{i,t-1}} \times DivOb_c \right) + \beta_7 (q_{i,t-1} \times P_c) + \beta_8 \left(\frac{FC_{i,t}}{T_{i,t-1}} \times P_c \right) \\ & + \beta_9 PIB_c + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (3.7)$$

Onde:

- α_i = efeito fixo da empresa;
- α_t = efeito fixo de ano;
- $\alpha_{c,t}$ = efeito fixo de país-ano;
- $\alpha_{I,t}$ = efeito fixo de indústria-ano;
- β_{3-9} = coeficientes das variáveis independentes;
- $I_{i,t}$ = variável investimento da empresa i no período t. Esta medida consiste na combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento;
- $T_{i,t-1}$ = variável representativa do tamanho da empresa, utilizada na regressão para relativizar outras variáveis. É mensurada pelo valor dos ativos da empresa i no período t-1;
- $q_{i,t-1}$ = variável q de Tobin defasada. Representa as oportunidades de investimento da firma i no início do período t, obtida pela razão entre o valor de mercado e o

valor contábil dos ativos, sendo o primeiro dado pela soma do ativo total e do valor de mercado das ações decrescendo o valor do patrimônio líquido;

- $FC_{i,t}$ = variável representativa do fluxo de caixa da companhia i . É calculada pela soma do lucro líquido, pesquisa e desenvolvimento, depreciação e amortização. Conforme demonstra a própria equação do modelo, é dimensionada pelo Ativo Total da companhia;
- $DivOb$ = variável *dummy* que indica a existência de um dividendo obrigatório no país de origem da companhia i ;
- P_c = variável proteção ao investimento do país c . Esta medida baseada na pesquisa clássica de LaPorta et al. (1998b) tem o intuito de controlar os efeitos do ambiente institucional no modelo de investimento, para que seja possível isolar o efeito do dividendo obrigatório com maior acurácia. Sua descrição completa está localizada no apêndice A, e quanto maior este indicador, maior a proteção ao investimento em um país.
- PIB_c = logaritmo natural do produto interno bruto per capita do país-sede da companhia.
- $\varepsilon_{i,t}$ = termo erro da equação;

Econometricamente, é importante salientar o fato que a *dummy DivOb* não varia ao longo do período da amostra e utiliza-se de um modelo de efeitos fixos. Neste caso, não incluiu-se a variável *DivOb* em nível, pois variáveis que não variam no tempo não possuem poder de explicação em uma regressão de efeitos fixos.

Em razão deste fato, busca-se avaliar a interação da variável dividendo obrigatório (*DivOb*) com as variáveis Q de Tobin e fluxo de caixa. Conforme a hipótese criada neste estudo, empresas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuem menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade. Matematicamente, a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa é dada pela equação 3.8.

$$\frac{\partial I}{\partial FC} = \beta_4 + \beta_6 \times DivOb_{i,t} + \beta_8 \times P_c \quad (3.8)$$

Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) relatam que a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa deveria ser menor para empresas que enfrentam menores custos de financiamento externo, ou seja, refletiria a questão de restrição financeira. A ideia tangente ao problema é a de que proteção ao acionista reduz o custo de financiamento externo,

pois ao reduzir as incertezas, a proteção diminui conseqüentemente o retorno exigido pelo capital. Então, empresas em países com menor proteção deveriam ter investimento mais dependente do fluxo de caixa das empresas. Dessa forma, caso β_6 seja positivo, este seria um indicativo que empresas em países com dividendo obrigatório possuem maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, ou seja, justamente as empresas que mais necessitam de suas fontes internas são aquelas obrigadas a distribuir parte do seu caixa. Isto implicaria que o dividendo obrigatório teria impacto no investimento corporativo nos países que adotam este mecanismo legal.

3.1.1 Modelo com amostra pareada

A hipótese proposta nesta seção objetiva testar se empresas situadas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuam menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade, mesmo controlando para outras variáveis como ambiente institucional e desenvolvimento econômico e financeiro, por exemplo.

O modelo proposto pela equação 3.7 mensura apenas a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa e às oportunidades de investimento. Este fato decorre da própria construção das variáveis do modelo, visto que a *dummy DivOb* não varia ao longo do período da amostra e utiliza-se de um modelo de efeitos fixos. Neste caso, não incluiu-se a variável *DivOb* em nível, pois variáveis que não variam no tempo não possuem poder de explicação em uma regressão de efeitos fixos. Conseqüentemente, não é possível estimar diretamente o efeito do dividendo obrigatório no investimento das companhias.

Para resolver esta limitação, a metodologia adotada foi a estimação do efeito médio do tratamento sobre os tratados (*average treatment effect*) através de pareamento da amostra. O método consiste em separar os indivíduos em dois grupos (tratamento e controle), considerando características observáveis. Deste modo, a aleatoriedade da escolha estaria garantida, condicional em variáveis observáveis. Ou seja, o objetivo é criar dois grupos diferentes de empresas com características semelhantes, mas que diverjam na adoção do dividendo obrigatório por parte das nações. Para, dessa forma, poder isolar o efeito do dividendo obrigatório no investimento das empresas.

A variável de tratamento utilizada para a presente pesquisa é a variável *dummy DivOb* (que assume valor de um quando o país adota o dividendo obrigatório, e zero quando não adota). Então, o grupo de tratamento é formado por empresas em nações que adotem o dividendo obrigatório, enquanto o de controle consiste em empresas semelhantes, mas em nações que não adotem este mecanismo legal. Matematicamente, conforme [Wooldridge \(2010\)](#), objetiva-se demonstrar o impacto do dividendo obrigatório (tratamento) no investimento corporativo (I). Assim, o valor do tratamento para a empresa i (τ_i) é dado

por $\tau_i = I_{i1} - I_{i0}$.

Já o efeito médio do tratamento sobre os tratados (ATE), ou seja, o efeito do dividendo obrigatório sobre o investimento de empresas em nações com esta obrigatoriedade, é descrito na equação 3.9

$$\tau_{ATE} = E(I_{i1} - I_{i0} \mid DivOb = 1) = E(I_{i1} \mid DivOb = 1) - (E(I_{i0} \mid DivOb = 1)) \quad (3.9)$$

Porém, individualmente não podemos observar isoladamente o efeito do tratamento (dividendo obrigatório). Então para contornar esta questão, optou-se pelo pareamento da amostra. Na pesquisa clássica de Rosenbaum e Rubin (1983), os autores propõe o escore de propensão (*propensity score matching*) como método para reduzir o viés na estimação do efeito de tratamento em bases de dados observáveis.

Neste procedimento metodológico, objetiva-se criar um grupo de controle o mais semelhante possível ao grupo de tratamento - mas que divirjam sobre a adoção do dividendo obrigatório, de modo que os resultados desses possam ser comparados. Assim, condicionando em algumas variáveis, é possível comparar os dois grupos como se fosse um experimento aleatório. As variáveis selecionadas para este pareamento são aquelas listadas no modelo econométrico apresentado em H3, ou seja:

- Oportunidade de investimento ($q_{i,t-1}$);
- Fluxo de caixa ($FC_{i,t}$);
- Proteção ao investidor (P_c);
- Produto Interno Bruto (PIB_c);

Além destas variáveis, adicionou-se mais três variáveis para que o pareamento seja o mais acurado possível. São elas:

- Tamanho = classificação por decil do logaritmo natural do ativo total da empresa. Este ordenamento é feito por país;
- Ano = *dummys* para os anos selecionados para a amostra ;
- Setor Econômico = *dummys* para os setores econômicos das companhias, conforme classificação de dois dígitos da NAICS - oriunda do banco de dados da Compustat[®] Global.

Através destas variáveis busca-se então criar uma amostra pareada de companhias, ou seja, empresas com características semelhantes (tanto contábeis quanto de ambientes institucional e econômicos onde estão inseridas) para ser possível isolar o efeito do dividendo obrigatório no investimento das firmas.

3.2 Amostra, Coleta e Tratamento de Dados

Com o intuito de testar a primeira e segunda hipóteses de pesquisa, necessita-se da classificação das empresas brasileiras de capital aberto entre empresas que pagam dividendos acima do obrigatório mínimo e empresas que pagam apenas este. A legislação determina que o estatuto social das companhias possa determinar a parcela mínima do lucro distribuído via dividendos. Visto essa disposição legal, é necessário para o cumprimento dos objetivos deste trabalho, a análise dos estatutos sociais das companhias listadas na BM&FBovespa.

Assim, ao analisar os estatutos sociais das companhias brasileiras de capital aberto, será possível verificar qual a parcela do lucro que deve ser destinado ao pagamento obrigatório de dividendos de cada uma delas. Com o intuito de verificar se este estava sendo pago ou não, utiliza-se do artigo 192 da LSA, o qual determina que a assembleia geral ordinária (AGO) deve aprovar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício. Sendo assim, torna-se imperativo a leitura das atas das AGOs que aprovam a destinação dos dividendos, para relacionar os dividendos pagos ao exercício social que deu origem aos mesmos.

Após a leitura das atas, será feita a comparação entre quanto foi aprovado pela AGO e quanto deveria, segundo a legislação e ao estatuto social de cada empresa, ser destinado aos acionistas como dividendo obrigatório. Ao realizar tal comparação, poderá ser determinado quais empresas estão pagando igual ou abaixo do obrigatório.

Outro ponto interessante a ser destacado e considerado está no fato de que muitas empresas optaram por remunerar seus acionistas via juros sobre capital próprio (JSCP). Sobre esse assunto, [Iudícibus et al. \(2010\)](#) apontam duas questões relevantes: os JSCP podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da LSA (ou seja, ao dividendo mínimo obrigatório), e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). As afirmações feitas por esses autores são corroboradas pela lei 9.249/95 e pela deliberação 683 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A lei 9.249, principalmente em seu nono artigo, fixa os principais critérios legais para a utilização dos JSCP no Brasil:

- permitiu às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital

próprio ao valor dos dividendos mínimos obrigatórios de que trata o artigo 202 da LSA;

- o pagamento de JSCP está condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros;
- são calculados com base no saldo das contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP);
- concede vantagens fiscais à empresa ao remunerar seu acionista com JSCP, visto que estes são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a compor o lucro real.

A inserção dos JSCP nas demonstrações contábeis tornaria o lucro contábil mais próximo da visão econômica do resultado (SANTOS; SALOTTI, 2009). Pois dessa forma, os demonstrativos contábeis contemplariam também a remuneração do capital próprio na apuração do lucro. Torna-se necessário distinguir então, se o montante pago aos acionistas foi feito em forma de dividendos ou JSCP. Se pago via JSCP, se fez necessário o cálculo de seu valor líquido, já deduzidos os impostos.

A amostra nacional será composta por empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa no período de 2008 a 2015, sendo excluídas da amostra as empresas financeiras. Os dados referentes às demonstrações contábeis dessas companhias serão extraídos do banco de dados da Economática[®].

Para testar o modelo descrito na equação 3.7, ou seja, testar o impacto do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas num ambiente multi-países, é necessário utilizar-se de diferentes bases de dados, pela complexidade e quantidade de dados. O período selecionado para o estudo foi o intervalo entre 2000 e 2016 e os dados referentes às demonstrações contábeis dessas companhias foram extraídos do banco de dados do Compustat[®] Global e do Banco Mundial⁴.

Por fim, as observações atípicas (*outliers*) devem receber atenção ao realizar regressões múltiplas. São dados amostrais com valores extremos, tanto pequenos quanto grandes, que são bem diferentes do restante das observações (DOWNING; CLARK; FARIAS, 1999; GOOD; HARDIN, 2012). Estes dados extremos podem influenciar significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Para que não haja esta influência, será realizada a winsorização das variáveis. Este método de tratamento de *outliers* consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores menores e maiores remanescentes na distribuição (LUSK; HALPERIN; HEILING, 2011). Neste estudo será fixado como limite superior e inferior,

⁴ Apenas dados para a variável PIB.

95% e 5% para dados nacionais e 99% e 1% para dados internacionais. Esta diferenciação feita foi necessária em virtude da quantidade de observações consideravelmente maior em dados internacionais.

4 Análise dos Resultados

Neste capítulo analisam-se os principais resultados do presente estudo, sendo a análise dividida em três partes. Na primeira são analisadas os resultados referentes à hipótese $H1$; na segunda parte os resultados de $H2$, e finalmente na última seção os resultados obtidos pelo modelo econométrico de $H3$.

Tanto a primeira quanto a segunda hipóteses utilizam em seus modelos econométricos dados sobre o dividendo obrigatório ou discricionário, ou seja, fazem uso dos dados obtidos pela leitura das atas das AGOs que deram origem à distribuição de proventos. Dessa forma, antes de apresentar os resultados de $H1$ e $H2$, é importante caracterizar as distribuições de dividendos no Brasil no período selecionado para a presente pesquisa. Então, pelo fato destas estatísticas serem úteis às duas hipóteses, foi optado por apresentá-las preliminarmente aos resultados dos modelos das referidas hipóteses.

A análise dos estatutos sociais das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa revelou os dividendos mínimos obrigatórios que estas empresas deveriam pagar aos seus acionistas, de acordo com os estatutos sociais. Para descobrir se esses mínimos foram pagos ou não, e conforme o artigo 192 da LSA, foram lidas as atas das AGOs que aprovaram a alocação de dividendos, a fim de relacionar os dividendos pagos ao exercício que os gerou. Foram analisadas um total de 1592 atas de empresas listadas na BM&FBovespa de 2008 a 2015. Os dados estão sumarizados na tabela 2.

Foi verificado que 569 (35,74%) das assembleias gerais ordinárias decidiram pagar exatamente o dividendo mínimo definido nos estatutos das companhias. Em uma análise ano a ano, pode-se ver que essa porcentagem não mudou muito, variando de 25,3% a 44,3%. O *payout* médio deste grupo foi de 26,2% e manteve-se constante ao longo dos anos, com uma dispersão média de 0,023. Esse fato reflete provavelmente a falsa compreensão de membros do mercado de capitais brasileiro que acredita que 25% seja o nível mínimo de dividendos nos termos da lei. Uma explicação para a existência dessa crença está na própria legislação. O segundo parágrafo do artigo 202 da LSA estabelece que, quando o estatuto não é omissivo sobre o tema, o dividendo obrigatório não pode ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Sobre esta disposição legal, [Iudícibus et al. \(2010\)](#) afirma haver nuances em sua interpretação. Uma parte da doutrina legal e corporativa entende que, em relação às empresas incorporadas após o dispositivo acima mencionado, não há obrigatoriedade de seus estatutos sociais estabelecerem o dividendo obrigatório em 25% do lucro líquido ajustado e liberam sua fixação por parte das empresas e seus acionistas.

Tabela 2 – **Tabela com informação sobre o pagamento de dividendos ano a ano.** A coluna “Pagamento Dividendos” representa o número de companhias que distribuíram proventos durante o período amostral. “*Payout* Médio TOTAL” apresenta a média do *payout* de dividendos de todas as companhias que realizaram esta distribuição, e dentro dos parêntesis está o seu desvio padrão. “ACIMA” é o número de companhias que pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório estabelecido pela lei e estatutos sociais. “%ACIMA” indica o percentual deste grupo relativo ao total de pagadores de dividendos no ano referido. “*Payout* Médio ACIMA” apresenta os resultados do *payout* das companhias que pagaram montantes acima do dividendo obrigatório, e nos parêntesis está o desvio padrão. “MÍNIMO” é a quantidade de companhias que distribuíram apenas o dividendo obrigatório. “%MÍNIMO” indica o percentual deste grupo relativo ao total de empresas pagadoras de proventos. “*Payout* Médio MÍNIMO” apresenta o *payout* médio de empresas que pagaram apenas o dividendo obrigatório, e nos parêntesis o seu desvio padrão. Nesta tabela estão contidas todas as distribuições de dividendos ocorridas em empresas negociadas na bolsa brasileira, inclusive os dados das empresas financeiras.

Ano	Pagamentos Dividendos	Payout Médio TOTAL		ACIMA	% ACIMA	Payout Médio ACIMA		MÍNIMO	% MÍNIMO	Payout Médio MÍNIMO	
2008	191	0,511	(0,28)	123	64,4%	0,643	(0,27)	68	35,6%	0,272	(0,06)
2009	233	0,503	(0,28)	159	68,2%	0,613	(0,27)	74	31,8%	0,266	(0,05)
2010	251	0,481	(0,27)	160	63,7%	0,605	(0,27)	91	36,3%	0,266	(0,051)
2011	238	0,493	(0,28)	153	64,3%	0,621	(0,28)	85	35,7%	0,262	(0,05)
2012	212	0,443	(0,25)	118	55,7%	0,591	(0,26)	94	44,3%	0,258	(0,03)
2013	206	0,487	(0,27)	136	66%	0,605	(0,27)	70	34%	0,256	(0,02)
2014	170	0,466	(0,29)	106	62,4%	0,584	(0,24)	64	37,6%	0,249	(0,04)
2015	91	0,503	(0,27)	68	74,7%	0,587	(0,26)	23	25,3%	0,253	(0,04)
Total	1592	0,485	(0,23)	1023	64,26%	0,602%	(0,24)	569	35,74%	0,262	(0,023)

Fonte: elaborado pelo autor.

Na maioria dos casos (64,26%), as empresas optaram por pagar dividendos mais elevados do que os mínimos obrigatórios. Esse achado também apresentou pouca variabilidade ao longo do período selecionado. As empresas que pagaram acima do dividendo exigido tiveram uma distribuição média (*payout*) entre 58,4% (2014) à 64,3% (2018). Neste grupo de empresas, o desvio padrão é muito maior (0,24) do que no grupo que paga apenas o dividendo obrigatório (0,023). Assim, pode-se inferir que não há uniformidade no valor alocado ao pagamento de dividendos no grupo de empresas que pagam acima dos dividendos obrigatórios.

Analisando o pagamento médio de dividendos de todas as companhias, pode-se inferir que, em média, as empresas brasileiras distribuem 48,5% de seu lucro líquido ajustado como dividendos ou juros sobre o capital próprio para seus acionistas. Esta quantidade permanece relativamente constante ao longo dos anos estudados (44,3% em 2012 para 51,1% em 2008). E, ao analisar o desvio padrão da amostra, pode-se inferir que existe uma alta variabilidade (0,23) na distribuição de proventos entre as empresas brasileiras, variando de 0,25 em 2012 à 0,29 em 2014. Portanto, pode-se afirmar que existe uma tendência das empresas listadas na bolsa brasileira em pagar dividendos mais elevados do que o mínimo estabelecido pelo seu estatuto social, mesmo que não exista razão legal ou contratual para fazê-lo. Então, para o período selecionado para a presente pesquisa, isso contradiz a hipótese apresentada por Procianny (2006) que as empresas nacionais optam por distribuir o mínimo possível em dividendos devido à escassez de financiamento de longo prazo para financiá-los.

4.1 Hipótese 1 (H1)

Em linhas gerais, o objetivo principal da presente pesquisa é verificar se o dividendo obrigatório tem impacto no investimento das companhias. Neste sentido, a maioria dos modelos econométricos que investigaram o investimento corporativo levaram em consideração a existência de restrições financeiras por parte das companhias. Empresas com latentes restrições financeiras tenderiam a depender mais de suas fontes internas de financiamento.

Neste contexto, pesquisas internacionais utilizaram o pagamento de dividendos como *proxy* para restrição financeira, isto é, empresas pagadoras de dividendos são classificadas usualmente como não-restritas financeiramente. Este fato decorre da concepção de que estas companhias possuem o montante necessário para investimentos e ainda possuem a capacidade de distribuir proventos aos seus acionistas. Porém, no Brasil, os estudos sobre investimento, como via de regra, não utilizam o dividendo como *proxy* para restrição financeira. Isto é consequência, provavelmente, da existência do dividendo obrigatório. Empresas nacionais, independentemente do grau de restrição financeira que enfrentem, são obrigadas a distribuir parte de seus recursos internos.

Para demonstrar a veracidade desta conceituação foi criada a primeira hipótese da presente pesquisa. Esta teoriza que, mantendo tudo o mais constante, o valor marginal do caixa diminui com o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório. Intuitivamente poderia-se esperar que, ao passo que empresas distribuem maiores proventos, aumentaria-se o valor marginal do caixa, devido à diminuição dos recursos à disposição dentro da empresa. Entretanto, é esperado pela presente pesquisa o oposto: que o valor marginal do caixa seja maior para empresas que pagam apenas o mínimo do que as que pagam acima.

Caso comprovada a hipótese, ou seja, demonstrado que quanto maior a distribuição de dividendos menor o valor marginal do caixa, cria-se uma novo teste para critério de definição de empresas restritas (ou não restritas financeiramente): o pagamento dividendo obrigatório (ou acima deste). Empresas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório o fazem em consequência (pelo menos parcialmente) do menor valor marginal de seu caixa, existindo assim maiores incentivos para distribuição de proventos. Seguindo o raciocínio, este menor valor marginal do caixa seria consequência (pelo menos parcialmente) do maior acesso a financiamentos por parte destas companhias ou maior geração própria de caixa.

Desta conjectura, elaborou-se um modelo econométrico com o intuito de testar o impacto do dividendo obrigatório no valor marginal do caixa das companhias. As variáveis selecionadas para este modelo são, basicamente, controles de fontes de valor para a companhia e que são correlacionadas com a retenção de dinheiro, conforme metodologia de [Faulkender e Wang \(2006\)](#). Conforme explicitado anteriormente na presente pesquisa, a amostra é composta por empresas brasileiras de capital aberto (exceto as companhias financeiras) no período de 2008 à 2015. As estatísticas descritivas destas estão sumarizadas na tabela 3.

Tabela 3 – **Estatística descritiva das variáveis selecionadas para o modelo (H1)**. Coluna “Variável” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo, com exceção das variáveis de interação. As colunas “Obs” e “Média” indicam o número de observações coletadas para cada uma das variáveis e sua média, respectivamente. Já coluna σ apresenta os dados do desvio-padrão de cada uma das variáveis. Por fim, as colunas “Min” e “Max” apresentam os dados mínimos e máximos (extremos) de cada uma das variáveis coletadas para o estudo. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, com exceção das companhias financeiras.

Variável	Obs	Média	σ	Min	Max
$VA_{i,t}$	1857	0.052	0.537	-1.302	2.221
$\Delta C_{i,t}$	1905	0.025	0.167	-0.38	0.906
$\Delta E_{i,t}$	1744	0.031	0.268	-1.117	1.172
$\Delta AC_{i,t}$	1779	0.099	0.383	-0.982	2.153
$\Delta PD_{i,t}$	1905	0.000	0.001	-0.002	0.004
$\Delta J_{i,t}$	1905	0.012	0.163	-1.368	0.803
$\Delta D_{i,t}$	1905	0.001	0.037	-0.17	0.138
$C_{i,t-1}$	1905	0.317	0.47	0	2.985
$L_{i,t}$	2325	0.721	0.493	0.09	2.681
$FL_{i,t}$	1905	0.173	0.587	-1.982	3.263

Fonte: elaborado pelo autor.

Conforme os dados da tabela, que engloba todas as empresas brasileiras de capital aberto e que possuam dados necessários para a presente pesquisa, no período de 2008 à 2015 as companhias brasileiras tiveram um aumento médio da quantidade de caixa ($\Delta C_{i,t}$ positivo) mantido à disposição das empresas. Deste fato pode-se inferir uma possível precaução da administração das empresas brasileiras de capital aberto, pois no período analisado, demonstra-se a intenção de manter maior quantidades de recursos dentro das próprias empresas. Uma explicação para este fato decorre dos ciclos de crise e incertezas¹ que pairaram sobre o Brasil no período.

A variável $C_{i,t-1}$ representa o caixa defasado das companhias dividido por seu valor de mercado também defasado. Ou seja, para o mercado nacional em média o caixa representa 31,7% do valor total de uma empresa. Este valor indica uma alta retenção de dinheiro dentro das companhias brasileiras, o que pode ser reflexo da baixa quantidade de opções de financiamento existentes no mercado financeiro nacional, além do alto custo das existentes. Consequentemente, manter recursos em caixa para financiamento de suas atividades e financiamento torna-se de grande valor e relevância.

A média para o valor adicional ($VA_{i,t}$ - variável dependente do modelo de H1) para o período selecionado para a pesquisa foi positiva e relevante: 5,2%. Desta fato pode-se

¹ Pode-se citar a crise do *subprime*, *impeachment*, entre outros.

inferir que no período de 2008 até 2015, em média, as empresas listadas na BM&FBovespa valorizaram mais de 5% acima do índice da bolsa. Este fato é reflexo provável da existência de quantidade maior (em número de casos e percentual de valorização) de retornos extremos positivos.

Adicionalmente, outros aspectos interessantes podem ser elencados da análise dos dados descritivos da amostra completa. Durante o período de estudo, houve um aumento da lucratividade ($\Delta E_{i,t}$) das companhias brasileiras, bem como um aumento em seus ativos de maior liquidez ($\Delta AC_{i,t}$). Similarmente, houve um acréscimo nos financiamentos líquidos ($FL_{i,t}$) das companhias, o que provavelmente auxiliou no também aumento dos gastos com juros ($\Delta J_{i,t}$). Estes últimos dados corroboram com elevado grau de alavancagem médio ($L_{i,t}$) encontrado nas companhias estudadas na presente pesquisa: 72,1%. Por fim, importante citar o baixíssimo gasto com pesquisa e desenvolvimento no Brasil.

Ainda sobre a análise das estatísticas descritivas das variáveis elencadas no modelo de $H1$, na tabela 4 segmenta-se a amostra entre as empresas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório daquelas que não o fazem. Esta segregação tem o intuito de verificar diferenças e semelhanças entre os grupos, ou seja, uma indicação preliminar de diferenças na quantidade de caixa disponível a estas companhias e de outros fatores correlacionados ao caixa. Para diferenciar estatisticamente os dois grupos foi realizado um teste t de médias nas variáveis selecionadas para o modelo.

Tabela 4 – Estatística descritiva segmentada das variáveis selecionadas para o modelo (H1).

Coluna “Variável” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo, com exceção das variáveis de interação. As colunas “Obs” e “Média” indicam o número de observações coletadas para cada uma das variáveis e sua média, respectivamente. Já coluna σ apresenta os dados do desvio-padrão de cada umas das variáveis. Por fim, as colunas “Min” e “Max” apresentam os dados mínimos e máximos (extremos) de cada uma das variáveis coletadas para o estudo. As estatísticas descritivas foram segmentadas em grupos (diferentes painéis), onde o Painel A apresenta dados das empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório e o Painel B daquelas que não pagam dividendos ou pagam apenas o mínimo. Neste sentido, a coluna “Teste t” apresenta as estatísticas do teste de diferenciação de média entre estes diferentes grupos de empresas. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, com exceção das companhias financeiras. Os valores da variável ΔPD foram multiplicados por 1000 (um mil) para melhor visualização.

Painel A: Empresas que distribuem dividendos acima do mínimo

Variável	Obs	Média	σ	Min	Max	Teste t
VA	498	0.150	0.489	-1.224	2.221	4.8***
ΔC	507	0.05	0.191	-0.38	0.906	3.89***
ΔE	504	0.035	0.235	-1.117	1.172	0.43
ΔAC	507	0.132	0.414	-0.982	2.153	2.28**
ΔPD	507	0.3	0.937	-1.64	4.28	6.79***
ΔJ	507	0.005	0.101	-0.703	0.592	-1.14
ΔD	507	0.004	0.05	-0.17	0.138	2.17**
C	507	0.411	0.501	0.000	2.985	5.31***
L	614	0.517	0.18	0.09	0.885	-12.3***
FL	507	0.178	0.546	-1.982	3.263	0.2

Painel B: Demais empresas da amostra.

Variável	Obs	Média	σ	Min	Max	Teste t
VA	1359	0.016	0.55	-1.302	2.221	-4.8***
ΔC	1398	0.016	0.157	-0.380	0.906	-3.89***
ΔE	1240	0.029	0.28	-1.117	1.172	-0.43
ΔAC	1272	0.086	0.37	-0.982	2.153	-2.28**
ΔPD	1398	0.005	0.499	-1.64	4.28	-6.79***
ΔJ	1398	0.015	0.18	-1.368	0.803	1.14
ΔD	1398	-0.000	0.0317	-0.170	0.138	-2.17**
C	1398	0.283	0.453	0	2.985	-5.31***
L	1711	0.794	0.546	0.09	2.681	12.3***
FL	1398	0.171	0.602	-1.982	3.263	-0.2

Fonte: elaborado pelo autor.

De acordo com os resultados deste teste, empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório são caracterizadas por, ao longo do período estudado, terem um aumento mais acentuado no caixa e ativos circulantes do que aquelas que pagam apenas o

mínimo ou não distribuem dividendos (aquelas que apenas cumprem a legislação). Este fato indica que o primeiro grupo de companhias tiveram uma necessidade maior por liquidez, ao passo que também aumentaram em maior quantidade a proporção dos lucros distribuídos (ΔD), sendo plausível que ambos estejam conectados - o aumento de dinheiro dentro da companhia pode ter causado (pelo menos parcialmente) a distribuição de proventos.

Este aumento citado de dinheiro dentro da companhia em empresas que pagam acima do mínimo tem como uma das fontes o aumento também mais acentuado nos financiamentos líquidos (FL) das mesmas. Adicionalmente, são empresas que geram cada vez mais lucros (ΔE) em relação ao outro grupo, apesar da diferença entre grupos não ser estatisticamente significativa. Dessa forma, o aumento mais acentuado de caixa por parte destas companhias tem como fonte recursos tanto externos quanto internos.

Em suma, empresas que pagam dividendos acima do mínimo aumentaram em maior proporção o dinheiro dentro da companhia e assim distribuíram mais proventos do que o restante da amostra, ao passo que a fonte destes recursos seriam tanto externas quanto internas. Neste contexto, observa-se também que estas empresas tiveram maior valorização em bolsa (variável dependente do modelo - VA) do que o restante das empresas da amostra. Este fato é indicador de expectativas positivas do mercado financeiro sobre o futuro destas companhias.

Esta inferência é importante pois denota a existência de diferenças sobre as percepções de como o mercado financeiro avalia os dois grupos de companhias. A opção por distribuir proventos extras pode ser reflexo - dentre outros fatores - do menor risco que representam estas companhias, por exemplo. Elas possuem menores níveis de alavancagem, de acordo com o teste t . Assim, ao representarem menor risco, poderiam “abrir mão” de parte do caixa em prol da distribuição de dividendos, pois teriam mais fácil acesso ao capital.

Importante ressaltar que este aumento proporcional no caixa (ΔC) ao longo do período de 2008 à 2015 e outras variáveis não pode ser explicado diretamente por processos inflacionários, visto que todas as variáveis são relativizadas pelo valor de mercado defasado da companhia.

Com base nestes dados preliminares, inicia-se agora a análise dos resultados das regressões propostas, que constam na tabela 5. Em todas as regressões, a variável variação no caixa (ΔC) obteve sinal positivo, ou seja, atribui-se valor positivo à retenção de caixa por parte das companhias. Ou seja, o mercado financeiro, durante o período selecionado para a presente pesquisa, vê um acréscimo de valor nas companhias por acumularem mais caixa. Este fato pode refletir o cenário nacional, no qual empresas possuem poucas opções para financiamento e, conseqüentemente, dependem ainda mais de fontes internas para

financiearem-se.

Entretanto, conforme explicado na metodologia da presente pesquisa, para testar a hipótese criada utiliza-se de termos de interação no modelo. Utiliza-se do termo $\Delta C_{i,t} \times DivD_{i,t}$ ou $\Delta C_{i,t} \times Dummy_{i,t}$ para estimar o efeito do pagamento de dividendos extras no valor do dinheiro para a companhia para diferentes níveis de caixa. Dessa forma, conforme teorizado, espera-se que o coeficiente destas interações seja negativo, ou seja, indicando que o valor adicional marginal (VAM) do caixa decresce ao passo que a empresa decida distribuir mais dinheiro. Pois assim, pode-se demonstrar que firmas que possuem melhor acesso a financiamento, tanto interno quanto externo, possuem maior poder discricionário para distribuir dinheiro aos seus acionistas e podem ser consideradas não restritas financeiramente.

Na regressão (1) com a amostra completa (apenas sem as empresas financeiras), o coeficiente da interação ($\Delta C_{i,t} \times DivD_{i,t}$) é negativo. Ou seja, ao passo que empresas distribuem maiores dividendos acima do mínimo obrigatório, menor é o valor do caixa para estas companhias. Da mesma forma, e com a mesma amostra mas utilizando a $Dummy_{i,t}$ (2), o valor de sua interação também é negativa e, neste caso, significativa estatisticamente. Deste último fato pode-se inferir uma segregação na amostra, onde as empresas que pagam acima do mínimo obrigatório possuem menor valor atribuível à seu caixa do que empresas que não realizam esta distribuição.

Dessa forma, pode-se considerar que, tanto conceitualmente quanto empiricamente, as empresas que pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório são não-restritas financeiramente. Estas optam por utilizar um parcela do fluxo de caixa livre para distribuição de proventos, indicando ao mercado que possuem recursos além do necessário para viabilizar seus projetos. E os resultados obtidos corroboram com esta visão.

Tabela 5 – **Coefficientes da regressão do modelo de H1.** Coluna “Variáveis” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo. As regressões 1, 2, 3 e 4 tiveram como variável dependente o VA, ou seja, o retorno em excesso das companhias - o retorno percentual da ação subtraído do retorno do índice referência da bolsa de valores de São Paulo. A sigla EF significa efeito fixo. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, sendo as regressões 1 e 2 com a amostra completa, e 3 e 4 com a amostra “reduzida”, ou seja, sem as companhias de utilidade pública. A estatística t está dentro dos parêntesis, nos quais *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Variáveis	(1) VA	(2) VA	(3) VA	(4) VA
ΔC	0.68*** (2.97)	0.75*** (3.15)	0.62** (2.43)	0.68*** (2.59)
ΔE	0.16*** (3.22)	0.15*** (3.02)	0.13** (2.29)	0.12** (2.09)
ΔAC	0.03 (0.71)	0.03 (0.72)	0.13** (2.21)	0.13** (2.19)
ΔPD	-37.45* (-1.84)	-36.49* (-1.79)	-54.52** (-2.03)	-52.60** (-1.96)
ΔJ	-0.01 (-0.08)	-0.02 (-0.21)	-0.00 (-0.02)	-0.02 (-0.19)
ΔD	0.85** (2.57)	0.87*** (2.64)	1.01** (2.43)	1.08*** (2.61)
C	0.18*** (4.09)	0.19*** (4.21)	0.18*** (3.49)	0.18*** (3.60)
L	-0.06 (-0.75)	-0.06 (-0.74)	-0.04 (-0.43)	-0.04 (-0.43)
FL	-0.03 (-1.12)	-0.03 (-1.02)	-0.07** (-2.25)	-0.07** (-2.09)
$C*\Delta C$	-0.16* (-1.82)	-0.14 (-1.64)	-0.09 (-0.87)	-0.06 (-0.60)
$L*\Delta C$	-0.45 (-1.62)	-0.49* (-1.75)	-0.49 (-1.62)	-0.53* (-1.73)
$\Delta C*\text{DivD}$	-0.12 (-1.24)		-0.17 (-1.47)	
$\Delta C*\text{Dummy}$		-0.27* (-1.66)		-0.35* (-1.80)
Constante	-0.08 (-1.09)	-0.08 (-1.12)	-0.11 (-1.47)	-0.11 (-1.50)
Observações	1,654	1,654	1,371	1,371
R-quadrado	0.377	0.378	0.401	0.402
Empresa EF	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano EF	Sim	Sim	Sim	Sim
Período	2008-2015	2008-2015	2008-2015	2008-2015
Amostra	Todas	Todas	Reduzida	Reduzida

Fonte: elaborado pelo autor.

Adicionalmente, foram estimados os modelos (3) e (4), nos quais foram excluídas (além das empresas financeiras) da amostra as empresas de utilidade pública existentes durante período amostral selecionado para o estudo. Em [Faulkender e Wang \(2006\)](#) - pesquisa em que foi baseada a metodologia para a verificação desta hipótese, os autores excluem de sua amostra as empresas financeiras e também as empresas de utilidade pública. Em pesquisas sobre o assunto, existe praticamente um consenso sobre a exclusão das empresas financeiras, devido a natureza peculiar de seu caixa. O mesmo não ocorre com as empresas de utilidade pública, onde diversos trabalhos as mantiveram na amostra. Dessa forma, optou-se por estimar com e sem estas companhias.

Conforme é demonstrado pelos resultados obtidos pelos modelos (3) e (4), os coeficientes são semelhantes aos encontrados em (1) e (2) - no que diz respeito ao sinal e significância dos termos de interação de interesse ($\Delta C \times DivD$ e $\Delta C \times Dummy$). A diferença existente ao excluirmos da amostra as empresas de utilidade pública reside apenas na magnitude dos coeficientes, onde as companhias que pagam acima do mínimo possuem ainda menor valor atribuído ao seu caixa.

Após a estimação do modelo proposto, é possível então mensurar a sensibilidade do valor adicional às variações do caixa. Este cálculo tem como finalidade calcular diretamente o valor adicional atrelado à variação no caixa, ou seja, quanto valor é atribuído pelo mercado financeiro para uma unidade adicional de caixa (ΔC). Seu cálculo é realizado através da primeira derivada de $V A$ em relação a ΔC , e seu cálculo está demonstrado nas equações 4.1 (para os modelos que utilizaram $DivD_{i,t}$ para descrever o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório) e 4.2 (para os que utilizaram a variável $Dummy_{i,t}$).

$$VAM = \frac{\partial VA}{\partial \Delta C} = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{11}L_{i,t} + \alpha_{12}DivD_{i,t} \quad (4.1)$$

$$VAM = \frac{\partial VA}{\partial \Delta C} = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{11}L_{i,t} + \alpha_{12}Dummy_{i,t} \quad (4.2)$$

A expectativa inicial da pesquisa é de que o valor adicional marginal (VAM) seja menor para empresas que pagam dividendos acima do mínimo obrigatório. Este raciocínio baseia-se na hipótese de que estas companhias são aquelas que por vontade própria decidem distribuir parte do seu fluxo de caixa. Deste fato, pode-se inferir que um acréscimo em seus caixas não teria um valor adicional significativo atrelado e, conseqüentemente, poderiam ser consideradas ou classificadas como não restritas financeiramente.

Em contrapartida, das companhias que apenas cumprem a legislação - aquelas que distribuem apenas o dividendo obrigatório ou não distribuem pela ausência de lucro - é

esperado que possuam maiores níveis no valor adicional marginal de seu caixa. Conceitualmente, são as empresas que objetivam ou necessitam manter a maior quantidade de recursos dentro da própria firma para financiar seus investimentos ou atividades, pois provavelmente são aquelas com menor acesso a financiamentos (restritas financeiramente). Os resultados obtidos pelas equações citadas anteriormente estão sumarizados na tabela 6.

Conforme o exposto, o objetivo do cálculo do valor adicional marginal (VAM) é mensurar quanto valor é atribuído pelo mercado financeiro para uma unidade adicional de caixa (ΔC), segmentando a amostra entre empresas que pagaram dividendos extras das restantes. Esta diferenciação busca justamente testar se o *VAM* é menor para as companhias que optam pela distribuição adicional de proventos. Ao analisarmos os resultados obtidos com os dados do modelo (1), ou seja, com dados de todas as empresas de capital brasileiras selecionadas para o período estudado e utilizando a variável $DivD_{i,t}$, observa-se que o VAM das empresas que pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório é menor do que a totalidade de companhias. Em ambos os casos, é demonstrado estatisticamente que o VAM é maior do que zero, ou seja, para os dois grupos existe valor adicional em uma variação positiva no caixa das companhias, porém este efeito é menor para empresas distribuidores de proventos extras.

Similarmente, o modelo (2) utiliza-se da mesma amostra, porém utilizando a variável $Dummy_{i,t}$ como variável representativa do pagamento extra de dividendos. Com os dados estimados por este modelo, os resultados também indicam que o VAM é menor para as empresas que distribuem dividendos adicionais. Porém esta relação é ainda mais significativa para esta estimação, pois pelo cálculo do p-valor do teste da hipótese não pode-se rejeitar que o VAM destas empresas seja diferente de zero. Ou seja, para estas companhias que pagam acima do mínimo não existiria valor em unidades adicionais de caixa, denotando provavelmente serem empresas não restritas financeiramente.

Tabela 6 – **Teste de pós estimação do valor adicional marginal (VAM).** A coluna “Modelo” refere-se às regressões contidas na tabela 5. Já a coluna “Amostra” indica quais empresas foram selecionadas para o teste: Completa (todas as empresas selecionadas para o modelo em questão) ou Acima Obrigatório (apenas as empresas que distribuíram dividendos acima do mínimo obrigatório). A coluna “Hipótese” descreve o teste de pós estimação a ser realizado. Neste contexto, a coluna “Resultado” apresenta o valor obtido pelo teste da hipótese - neste caso, o valor adicional marginal. Importante ressaltar que para os modelos (3) e (4) são retirados da amostra as empresas de utilidade pública. Por fim, a coluna “p-valor” indica a estatística do teste linear pós estimação (sobre a hipótese) realizado, onde *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa.

Modelo	Amostra	Hipótese	Resultado	p-valor
(1)	Completa	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} = 0$	VAM = 0.319	0.007***
	Acima Obrigatório	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{12}DivD_{i,t} = 0$	VAM = 0.274	0.015**
(2)	Completa	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} = 0$	VAM = 0.357	0.004***
	Acima Obrigatório	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{12}Dummy_{i,t} = 0$	VAM = 0.085	0.598
(3)	Completa	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} = 0$	VAM = 0.241	0.077*
	Acima Obrigatório	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{12}DivD_{i,t} = 0$	VAM = 0.192	0.144
(4)	Completa	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} = 0$	VAM = 0.275	0.049**
	Acima Obrigatório	$VAM = \alpha_1 + \alpha_{10}C_{i,t-1} + \alpha_{12}Dummy_{i,t} = 0$	VAM = -0.072	0.708

Os modelos (3) e (4) restringem a amostra ao excluir empresas de utilidade pública, conforme Faulkender e Wang (2006). Tanto no modelo (3) quanto no modelo (4) as empresas que distribuíram dividendos extras possuem menor VAM do que o restante. Inclusive, pelo teste de pós estimação realizado sobre a hipótese, não é possível rejeitar que as empresas que pagam acima do mínimo obrigatório possuam valor adicional marginal diferente de zero.

Em suma, empresas que pagam dividendos acima do mínimo possuem menor valor adicional atrelado a uma unidade extra de caixa. Então, uma inferência possível deste resultado é que empresas que pagam acima do mínimo possuem acesso amplo a financiamentos, o que permitiria o maior pagamento de dividendos. Em oposição, as demais empresas - restritas financeiramente - possuem maior valor para seu caixa, o que denota provavelmente uma maior dependência as fontes internas para investimento e financiamento. Ou seja, o dividendo obrigatório (ou qualquer fonte de retirada de recursos de dentro da companhia) tende a impactar de forma diferente entre as empresas brasileiras de capital aberto.

4.2 Hipótese 2 (H2)

Esta hipótese tem o propósito de verificar se o dividendo mínimo obrigatório reduz o nível de investimento das empresas restritas financeiramente, ou seja, daquelas distribuem apenas o dividendo obrigatório.

As estatísticas descritivas das variáveis incluídas no modelo estão sumarizadas na tabela 7. Além das estatísticas compiladas da amostra completa, esta tabela contém dados específicos dos diferentes grupos - empresas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório e aquelas que não o fazem.

Tabela 7 – **Estatística descritiva das variáveis selecionadas para o modelo (H2)**. Coluna “Variável” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo, com exceção das variáveis de interação. As colunas “Obs” e “Média” e “Mediana” indicam o número de observações coletadas para cada uma das variáveis, a média amostral e a mediana (valor que divide um conjunto de valores ordenados em partes iguais); respectivamente. Já coluna σ apresenta os dados do desvio-padrão de cada umas das variáveis. Por fim, as colunas “Curtose” e “Skewness” apresentam a medida de dispersão que caracteriza o “achatamento” da curva da função de distribuição e de assimetria, respectivamente. As estatísticas descritivas foram segmentadas em grupos (diferentes painéis), de acordo com a classificação descrita na metodologia da presente pesquisa. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, excluindo as empresas financeiras.

Variável	Obs	Média	Mediana	σ	Curtose	Skewness
Painel A: todas as empresas da amostra.						
I	2332	0.103	0.047	0.452	4.942	0.638
FC	2332	1.507	0.329	3.482	9.625	2.761
Q_{t-1}	2283	9.739	1.315	26.943	14.209	3.546
DivO	1051	0.126	0.124	0.072	2.76	0.43
Painel B: empresas que pagam <u>acima</u> do dividendo obrigatório.						
I	614	0.102	0.074	0.425	5.607	0.484
FC	614	2.04	0.592	3.603	7.892	2.448
Q_{t-1}	646	4.519	1.21	17.812	39.858	6.194
DivO	670	0.125	0.124	0.067	2.913	0.425
Painel C: empresas que pagam <u>apenas</u> o dividendo obrigatório.						
I	316	0.171	0.121	0.413	5.443	0.449
FC	316	2.577	0.49	4.385	4.972	1.879
Q_{t-1}	370	4.859	1.205	17.57	38.907	6.016
DivO	381	0.127	0.122	0.075	2.521	0.429

Fonte: elaborado pelo autor.

Ao analisarmos os dados descritivos da segunda hipótese, uma observação inicial torna-se fundamental para que se possa realizar uma interpretação adequada dos resultados. Conforme demonstra-se na tabela 7, principalmente em razão do elevado desvio-padrão e curtose na amostra como um todo, existe a forte presença de valores extremos na distribuição dos valores das variáveis selecionadas para o estudo. E, conforme os resultados de skewness, esta presença concentra-se primordialmente nos valores extremos positivos. Dessa forma, é necessário avaliarmos as variáveis (e sua diferenciação entre grupos) pelos resultados da mediana, ou seja, o valor que divide um conjunto de valores ordenados em partes iguais.

No Painel B, estão relacionadas as estatísticas descritivas das empresas que pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório. Quando comparamos seus dados com a amostra completa no Painel A - todas as empresas listadas na bolsa de valores nacional no período

selecionado, são observadas algumas diferenças interessantes. Em suma, as empresas do Painel B possuem maior investimento e fluxo de caixa. Teoricamente, este resultado está em linha com o esperado pela presente pesquisa, visto que empresas que optam por distribuir dividendos extras teriam maior fluxo de caixa para suportar esta escolha, fato que acarretaria também em maiores investimentos.

Ainda sobre a análise da mediana, ambos grupos citados anteriormente possuiriam a mesma parcela do fluxo de caixa distribuída via dividendo obrigatório ($DivO$). O grupo que distribuí dividendos acima do mínimo obrigatório possui menos oportunidades de investimento (Q_{t-1}) do que a amostra completa. Este fato pode ser explicado que, pela menor número de oportunidades de investimentos, as empresas do Painel B optem por distribuir mais proventos do que o demandado pela legislação.

Similarmente, as empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório também possuem diferentes características em comparação a amostra completa. As empresas do Painel C possuem maior investimento e fluxo de caixa do que as empresas do Painel A. O maior fluxo de caixa é explicado parcialmente pelo fato de que as empresas que pagam apenas o dividendo mínimo, são compelidas a tal em razão da obtenção de resultados positivos em seus balanços - fato que é correlacionado com o fluxo de caixa. Dessa forma, possuiriam maior fluxo de caixa do que a amostra completa, e usariam justamente estes recursos para investimentos. Em contrapartida, a comparação da variável Q_{t-1} não corrobora com esta visão, visto que a amostra completa possui maiores níveis para esta variável. Porém, os resultados são muito semelhantes.

Finalmente, compara-se os resultados das estatísticas descritivas das empresas que pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório daquelas que pagaram apenas o mínimo. Esta comparação é especialmente interessante, visto que utiliza-se de dois grupos de companhias com características semelhantes (distribuidoras de dividendos, ou seja, com resultados positivos em seus balanços) mas que diverjam na proporção de lucros repassada para seus acionistas. Neste contexto, observa-se que as empresas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório possuem maior fluxo de caixa daquelas que distribuem apenas o mínimo. Em contrapartida, estas possuem maiores níveis da variável investimento. Estes resultados corroboram com a ideia de que empresas que pagam apenas o mínimo assim o fazem para poder investir mais, ao passo que empresas que distribuem acima do mínimo assim o fazem por possuírem maior fluxo de dinheiro interno. Por fim, não há diferenciação entre grupos para as variáveis $DivO$ e Q_{t-1} .

Estas diferenças entre grupos, obtidas através da segmentação pelo pagamento do dividendo obrigatório ou acima deste, reforçam os resultados da seção anterior, demonstrando assim que este novo critério possa ser utilizados em futuras pesquisas sobre investimento no Brasil. Para aprofundar a análise amostral e de suas estatísticas descritivas,

a seguir na tabela 8 busca-se uma segmentação de acordo com o histórico do pagamento de dividendos ao longo do período selecionado para o estudo.

Ou seja, o objetivo desta tabela é verificar a existência de diferenças nas características das companhias, através de uma segmentação diferenciada. Principalmente, intenciona-se uma compreensão inicial de razões pelas quais algumas empresas mantêm constante a distribuição de dividendos, seja ela acima do mínimo ou não. Pois, conforme Vancin e Procianoy (2016a) e Vancin e Procianoy (2016b), existe uma grande tendência nas empresas brasileiras em manter constante o pagamento de proventos. Dessa forma, a amostra de empresas pagadoras foi segmentada em três grupos:

1. Empresas que sempre distribuíram apenas o dividendo obrigatório.
Ou seja, inclui unicamente empresas que, ao longo do período amostral, distribuíram apenas o dividendo obrigatório.
2. Empresas “flutuantes”.
Ou seja, companhias que ao longo do período selecionado distribuíram em alguma(s) oportunidade(s) tanto o dividendo acima do obrigatório quanto apenas este.
3. Empresas que sempre distribuíram acima do dividendo obrigatório.
Ou seja, inclui somente as empresas que, ao longo do período amostral, distribuíram em todas as ocasiões dividendos acima do obrigatório.

Tabela 8 – **Estatísticas descritivas por segmento de distribuição de dividendos.** Adaptado de Campa e Kedia (2002), tem o intuito de diferenciar a amostra de acordo com seu histórico de distribuição de dividendos. Para tal, a amostra de empresas pagadoras de dividendos foi segmentada em três grandes grupos. O primeiro (1), inclui as empresas que, ao longo do período amostral, distribuíram apenas o dividendo obrigatório. O segundo grupo (2), inclui as fimas “flutuantes”, ou seja, companhias que ao longo do período selecionado distribuíram em alguma(s) oportunidade(s) tanto o dividendo acima do obrigatório quanto apenas este. Finalmente, o terceiro grupo (3) inclui as empresas que, ao longo do período amostral, distribuíram em todas as ocasiões dividendos acima do obrigatório. As variáveis selecionadas foram: investimento (I), fluxo de caixa (FC), Q de Tobin (Q_{t-1}) e dividendo obrigatório ($DivO$); e as estatísticas calculadas foram a mediana e média. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa.

	I		FC		Q_{t-1}		DivO	
	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média	Mediana	Média
(1) Empresas que sempre distribuíram apenas o dividendo obrigatório	0.058	0.135	0.328	1.978	1.221	3.779	0.125	0.132
(2) Empresas "Flutuantes"	0.073	0.104	0.481	1.939	1.137	4.896	0.121	0.123
(3) Empresas que sempre distribuíram acima do dividendo obrigatório	0.069	0.129	0.483	2.103	1.263	4.219	0.126	0.131

Fonte: elaborado pelo autor.

Conforme os resultados, as empresas que sempre distribuíram apenas o dividendo obrigatório possuem maiores médias para a variável investimento e dividendo obrigatório. Ou seja, são companhias que estão investindo e nas quais o dividendo obrigatório representa uma parcela maior do seu fluxo de caixa. Porém, são aquelas com menores níveis da variável oportunidade de investimento.

Em uma análise similar, as empresas “flutuantes” apresentam os menores níveis para a variável investimento, fluxo de caixa e dividendo obrigatório. Em contrapartida, são aquelas com maiores níveis da variável oportunidade de investimento. Estas empresas, ao longo do período amostral, resolveram por critérios próprios alternar entre distribuir acima do dividendo obrigatório e apenas este. Dessa forma, provavelmente, utilizam-se de seus critérios (e oportunidades de investimento) para optarem pela fração de seu lucro a ser distribuída para seus acionistas.

Já as companhias que sempre distribuíram dividendos acima do mínimo obrigatório ao longo do período amostral são aquelas com maior média para a variável fluxo de caixa. Este fato ratifica a ideia de que estas companhias distribuem proventos extras em função de possuírem maiores montantes de recursos dentro da empresa.

Após a análise da amostra, inicia-se agora o estudo do modelo econométrico criado para mensurar o impacto do dividendos obrigatório no nível de investimento das empresas restritas financeiramente, ou seja, daquelas distribuem apenas o dividendo obrigatório. Estes resultados estão sumarizados na tabela 9.

Tabela 9 – **Coefficientes da regressão do modelo de H2.** Coluna “Variáveis” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo. A regressão teve como variável dependente o investimento (*Inv*), mensurado pelo crescimento anual dos ativos fixos. A sigla EF significa efeito fixo. Os dados são referentes ao período de 2008-2015 de empresas brasileiras de capital aberto negociadas na BM&FBovespa, excluindo as companhias financeiras. A estatística t está dentro dos parêntesis, nos quais *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Variáveis	(1) <i>Inv</i>
FC	0.042*** (9.36)
Q_{t-1}	0.0008 (1.24)
$DivO \times min$	-0.0143 (-0.75)
Constante	-0.94** (-3.40)
Observações	2,041
R-quadrado	0.3073
Empresa EF	Sim
Ano EF	Sim
Período	2008-2015
Empresas	Todas, menos financeiras

Fonte: elaborado pelo autor.

Ao analisarmos a regressão do modelo de investimento (1) para as empresas brasileiras de capital aberto, observa-se a variável com o maior poder explicativo é o fluxo de caixa (FC). Com coeficiente positivo e significativo estatisticamente a 1%, este resultado indica que empresas nacionais dependem do fluxo de caixa (fontes internas de financiamento) para realização de novos projetos. Este pode ser uma consequência, dentre outras, das poucas fontes de financiamento existentes no contexto brasileiro.

Outra variável que afeta positivamente o investimento corporativo é oportunidades de investimento (Q_{t-1}). Este resultado corrobora com as expectativas iniciais da pesquisa, apesar de seu coeficiente não ser estatisticamente significativo. Este fato reforça que, mais importante do que as oportunidades de investimento que alguma companhia no Brasil possa ter, seu fluxo de caixa é mais importante para explicar o investimento corporativo. Ratifica-se assim a teoria de que as poucas fontes de financiamento existentes no contexto brasileiro possam afetar os planos de investimento corporativo.

Neste contexto, o fluxo de caixa utilizado para a distribuição do dividendo obriga-

tório poderia ser também (ao invés) utilizado para o financiamento de projetos economicamente favoráveis às empresas. Inclusive, pelo resultado da regressão, as fontes internas possuem grande relevância para o financiamento de novos projetos. Dessa forma, os dividendos podem atuar como agentes limitadores dos investimentos, prejudicando os próprios acionistas por conseguinte. Especificamente no Brasil, a legislação impõe uma distribuição compulsória mínima de dividendos. E, importante salientar, que esta obrigatoriedade não considera as diferentes realidades enfrentadas pelas companhias. Neste sentido, as companhias que distribuem apenas o dividendo obrigatório enviam uma sinalização muito forte ao mercado. Estas empresas, por critérios próprios, decidem reter o máximo possível de seus lucros em projetos da empresa, sem distribuí-los ao seus acionistas.

Assim, é esperado que apenas neste grupo de empresas o dividendo obrigatório tenha impacto sobre o investimento da firma, pois estas demonstram necessitar do máximo possível de seus recursos internos, demonstrando serem restritas financeiramente. Com base no exposto, teoriza-se que o dividendo obrigatório afete unicamente as empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório. A ideia subjacente é que, ao passo que o dividendo obrigatório represente maior parcela do fluxo de caixa (fundamental fonte de financiamento), menor seja o investimento corporativo.

Então, o objetivo principal deste modelo econométrico é demonstrar o impacto do dividendo obrigatório ($DivO_{i,t}$) no investimento ($Inv_{i,t}$) das companhias brasileiras que pagam apenas o dividendo obrigatório, quando controlado para fatores exógenos (demais variáveis independentes). Para representar o dividendo obrigatório no modelo econométrico, foi utilizada como métrica a razão entre o dividendo distribuído pelas companhias como dividendo obrigatório e o seu EBITDA, ou seja, mensura quanto do fluxo de caixa representa o dividendo obrigatório.

O resultado negativo do coeficiente da interação ($DivO \times min$) indica que o dividendo obrigatório possui impacto negativo no investimento corporativo das empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório. Mesmo controlando para o fluxo de caixa, Q de Tobin, efeitos fixos de ano e empresa, o dividendo obrigatório diminui o investimento corporativo das empresas restritas financeiramente. Deste fato pode-se deduzir que, ao passo que o dividendo obrigatório represente maior parcela do fluxo de caixa, menor será o investimento realizado pelas empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório (empresas restritas financeiramente).

Estes resultados são muito importantes para a investigação do tema, visto que os mesmos corroboram com o conceito que empresas restritas, geralmente com menor acesso a fontes de financiamento e em fase de crescimento (com boas oportunidades de investimento), devem distribuir parte do seu fluxo de caixa compulsoriamente, o que acarretaria e impactaria na política de investimento corporativo.

Conforme exposto pelos resultados apresentados nesta seção, o dividendo obrigatório possui impacto no investimento corporativo das empresas restritas financeiramente - que poderiam utilizar estes recursos para aproveitar suas oportunidades de investimento. Empresas possuem duas alternativas básicas para a destinação dos resultados de suas atividades: distribuir o lucro excedente para seus acionistas ou investi-lo em projetos rentáveis que revertam em ainda mais lucros para os próprios acionistas. Nesta questão reside uma importante decisão financeira dos gestores: pagar dividendos e assim premiar os acionistas pelo seu capital investido ou não distribuir e, dessa forma, demonstrar confiança em suas oportunidades de investimento que poderiam ser perdidas caso fossem pagos dividendos. O Estado, ao fazer compulsoriamente com que todas as empresas distribuam parte de seus lucros, sem levar em consideração as diferentes realidades que enfrentam cada uma das companhias, acaba prejudicando-as, em especial aquelas com boas oportunidades de investimento e com pouco acesso a financiamentos.

4.3 Hipótese 3 (H3)

O pagamento mínimo de dividendos é obrigatório apenas para companhias de cinco nações: Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela. Estes países têm seus sistemas jurídicos baseados no direito civil francês, fato que conforme afirma [LaPorta et al. \(2000\)](#), acarreta em baixo grau de proteção aos investidores. Neste contexto, o dividendo obrigatório surge como uma ferramenta para o aumento de proteção aos investidores nestes lugares. Em contrapartida, ao instituir o dividendo obrigatório nestas nações, suas companhias tendem a possuir menor disponibilidade de recursos, o que acarretaria em menores níveis de investimento.

Assim, para testar o impacto do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas num ambiente multi-países, elaborou-se a terceira hipótese da presente pesquisa. A regressão, com dados em painel, busca evidenciar diferentes variáveis que impactem no investimento das firmas. Os dados de investimento por país constam na tabela 10.

As análises sobre a variável investimento, como também para as outras elencadas nesta hipótese, será focado no estudo da mediana, para que assim evite-se a interferência de possíveis valores extremos. Assim, pela análise da mediana, observa-se que os países com maiores níveis de investimento corporativo são Estados Unidos (USA, 0.075), Zimbábue (ZWE, 0.029) e Taiwan (TWN, 0.027). Os dois primeiros países citados possuem baixo número de observações na amostra, o que pode acarretar uma distorção em sua mediana. Já Taiwan - que possui 18.413 observações na amostra, confirma a expectativa de alto investimento por parte de suas companhias, visto a importância que suas empresas de tecnologia (constante investimento) possuem no cenário global.

Já os os países com menores níveis de investimento corporativo são Portugal (PRT, -0.001), Grécia (GRC, -0.000) e Jordânia (JOR, -0.000). As empresas de capital aberto destas nações, ao longo do período amostral, tiveram um decréscimo no investimento corporativo - demonstrado pelo sinal negativo da mediana. São países que enfrentaram séries crises ao longo do período de estudo, fato que provavelmente influenciou o investimento nestas nações.

Tabela 10 – **Estatística descritiva das variável Investimento (I) para os países selecionados para a amostra.** A variável Investimento (I) é mensurada pela combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento. A coluna “País” possui os códigos das nações segundo a base de dados da Compustat Global; para ver os códigos e os respectivos países ver apêndice B. Já coluna σ apresenta os dados do desvio-padrão de cada umas das variáveis. Os dados são referentes ao período de 2000-2016.

País	Investimento			
	Obs.	Média	Mediana	σ
BRA	4136	0.037	0.006	0.146
CHL	2301	0.024	0.006	0.134
COL	469	0.045	0.0113	0.145
GRC	3078	0.006	-0.000	0.152
VEN	245	0.064	0.004	0.261
ARG	1019	0.074	0.022	0.173
AUS	22858	0.088	0.01	0.284
AUT	1262	0.019	0.001	0.139
BEL	1952	0.027	0.000	0.148
CAN	18	0.238	0.008	0.514
CHE	3948	0.031	0.001	0.123
DEU	10463	0.03	0.003	0.142
DNK	2519	0.035	0.001	0.150
ECU	36	0.034	0.001	0.0821
EGY	1396	0.042	0.005	0.155
ESP	2107	0.002	0.000	0.168
FIN	1973	0.041	0.011	0.152
FRA	9797	0.021	0.002	0.139
GBR	26843	0.045	0	0.166

Tabela 10 – continuação

HKG	15107	0.043	0.006	0.184
IDN	4962	0.041	0.01	0.170
IND	22479	0.047	0.009	0.166
IRL	900	0.035	0.003	0.153
ISR	3889	0.057	0.008	0.195
ITA	3936	0.007	0.000	0.154
JOR	2037	-0.000	-0.000	0.141
JPN	45840	0.021	0.009	0.0933
KEN	465	0.048	0.006	0.161
KOR	12907	0.039	0.014	0.143
LKA	2358	0.074	0.018	0.197
MEX	1563	0.036	0.016	0.126
MYS	13358	0.027	0.005	0.150
NGA	1177	0.051	0.013	0.190
NLD	2385	0.03	0.000	0.140
NOR	2860	0.054	0.001	0.215
NZL	1751	0.053	0.007	0.183
PAK	3636	0.051	0.007	0.192
PER	1056	0.051	0.01	0.156
PHL	2832	0.03	0.001	0.162
PRT	750	-0.019	-0.001	0.153
SGP	8714	0.033	0.001	0.182
SWE	5639	0.054	0.007	0.167
THA	7354	0.036	0.003	0.146
TUR	3967	0.044	0.007	0.171
TWN	18413	0.05	0.027	0.141
USA	197	0.151	0.075	0.286
ZAF	4408	0.046	0.009	0.157
ZWE	379	0.188	0.029	0.462
Total	291739	0.04	0.006	0.167

Fonte: elaborado pelo autor.

A mediana da variável Investimento (I) para os países do banco de dados da Compustat Global selecionadas para o presente estudo é de 0.006. A partir deste resultado pode-se afirmar que os países que instituíram o dividendo obrigatório possuem resultados para

esta variável menores ou iguais a mediana amostral, com exceção da Colômbia. Ou seja, a maioria dos países com dividendo obrigatório possuem baixos níveis de investimento corporativo - Brasil (0.006), Chile (0.006), Grécia (-0.000) e Venezuela (0.004).

As próximas variáveis a terem suas estatísticas descritivas analisadas são Fluxo de Caixa ($FC_{i,t}$) e Q de Tobin (Q_{t-1}). Estas variáveis são importantes e recorrentes na maioria dos modelos de investimento encontrados na literatura. A primeira mensura a quantidade de recursos que entram na companhia e a segunda as suas oportunidades de investimento. Os dados estão sumarizados na tabela 11.

Tabela 11 – **Estatística descritiva das variáveis Fluxo de Caixa ($FC_{i,t}$) e Q de Tobin (Q_{t-1}) para os países selecionados para a amostra.** A variável $FC_{i,t}$ é calculada pela soma do lucro líquido, pesquisa e desenvolvimento, depreciação e amortização; esta soma é então dividida pelo ativo total da companhia. A variável Q_{t-1} é obtida pela razão defasada entre o valor de mercado e o valor contábil dos ativos, sendo o primeiro dado pela soma do ativo total e do valor de mercado das ações decrescendo o valor do patrimônio líquido. A coluna “País” possui os códigos das nações segundo a base de dados da Compustat Global; para ver os códigos e os respectivos países ver apêndice B. Já coluna σ apresenta os dados do desvio-padrão de cada umas das variáveis. Os dados são referentes ao período de 2000-2016.

País	Fluxo de caixa				Q de Tobin			
	Obs	Média	Mediana	σ	Obs	Média	Mediana	σ
BRA	4136	0.107	0.110	0.149	4136	5582	1.405	48834
CHL	2301	0.102	0.096	0.129	2301	42.95	1.234	114.1
COL	469	0.101	0.081	0.086	469	8.588	1.053	49.15
GRC	3078	0.057	0.049	0.1	3078	8.175	1.021	74.81
VEN	245	0.117	0.094	0.126	245	271.8	0.953	2088
ARG	1019	0.144	0.132	0.140	1019	3.601	0.958	13.31
AUS	22858	-0.101	-0.033	0.341	22858	71.44	1.693	2679
AUT	1262	0.094	0.088	0.099	1262	1.446	1.031	1.803
BEL	1952	0.105	0.089	0.136	1952	3.497	1.057	25.48
CAN	18	-0.167	-0.048	0.364	18	5.111	1.306	7.608
CHE	3948	0.095	0.089	0.139	3948	2.804	1.065	21.04
DEU	10463	0.086	0.087	0.158	10463	3.640	1.174	27.68
DNK	2519	0.084	0.062	0.157	2519	2.357	0.993	14.30
ECU	36	0.139	0.038	0.147	36	1.559	1.003	0.929

Tabela 11 – continuação

EGY	1396	0.103	0.085	0.118	1396	1.200	0.975	1.063
ESP	2107	0.079	0.069	0.107	2107	2.502	1.128	8.668
FIN	1973	0.126	0.115	0.14	1973	3.524	1.212	13.32
FRA	9797	0.09	0.083	0.13	9797	4.218	1.113	80.62
GBR	26843	0.045	0.077	0.228	26843	35.68	1.224	805.9
HKG	15107	0.036	0.048	0.176	15107	46.49	1.138	984.2
IDN	4962	0.113	0.097	0.124	4962	24.54	1.02	191.3
IND	22479	0.101	0.09	0.13	22479	1.961	0.964	7.218
IRL	900	0.065	0.08	0.145	900	14.45	1.715	68.43
ISR	3889	0.062	0.07	0.186	3889	70.91	1.167	3283
ITA	3936	0.065	0.058	0.1	3936	113.0	1.084	6459
JOR	2037	0.045	0.039	0.102	2037	1.263	1.007	1.159
JPN	45840	0.09	0.081	0.086	45840	1.583	0.949	30.16
KEN	465	0.125	0.097	0.121	465	1.265	1.026	0.851
KOR	12907	0.084	0.078	0.099	12907	2.867	0.984	43.45
LKA	2358	0.109	0.104	0.114	2358	1.361	1.000	2.689
MEX	1563	0.127	0.116	0.102	1563	3.559	1.117	27.81
MYS	13358	0.073	0.071	0.119	13358	2.766	0.867	182.9
NGA	1177	0.107	0.089	0.134	1177	2.074	1.105	4.769
NLD	2385	0.101	0.109	0.162	2385	278.3	1.288	12351
NOR	2860	0.06	0.065	0.178	2860	18.99	1.345	133.0
NZL	1751	0.071	0.1	0.214	1751	22.48	1.401	513.7
PAK	3636	0.131	0.108	0.138	3636	1.478	0.961	6.505
PER	1056	0.146	0.117	0.14	1056	1.490	0.922	2.716
PHL	2832	0.065	0.053	0.136	2832	9.611	1.036	49.55
PRT	750	0.067	0.069	0.073	750	1.485	1.032	2.597
SGP	8714	0.064	0.066	0.146	8714	4.970	1.034	30.21
SWE	5639	0.051	0.09	0.238	5639	12.88	1.354	78.20
THA	7354	0.102	0.093	0.114	7354	1.835	1.123	3.943
TUR	3967	0.086	0.076	0.132	3967	21089	1.083	110058
TWN	18413	0.107	0.091	0.113	18413	1.614	1.128	2.979
USA	197	0.017	0.089	0.306	197	142.5	3.091	652.5
ZAF	4408	0.14	0.138	0.161	4408	4.964	1.256	47.01
ZWE	379	0.153	0.097	0.244	379	9.686	1.051	60.83
Total	291739	0.069	0.078	0.177	291739	385.4	1.06	14403

Fonte: elaborado pelo autor.

Ao analisar a mediana da variável $FC_{i,t}$, observa-se que os países com empresas com maiores fluxos de caixa são: África do Sul (ZAF, 0.138), Argentina (ARG, 0.132) e Perú (PER, 0.117). Já os os países com menores níveis nesta variável são Canadá (CAN, -0.048), Austrália (AUS, -0.033) e Equador (ECU, 0.038). O resultado negativo canadense pode ser explicado pelo baixo número de observações na amostra, o que pode acarretar uma distorção em sua mediana.

Dentre todas as empresas constituintes da amostra, a mediana global da variável Fluxo de Caixa é de 0.078. A partir deste resultado pode-se afirmar que os países que instituíram o dividendo obrigatório possuem resultados para esta variável maiores do que a mediana amostral, com exceção da Grécia. Ou seja, a maioria dos países com dividendo obrigatório possuem elevado fluxo de caixa - Brasil (0.11), Chile (0.096), Colômbia (0.081) e Venezuela (0.094).

Em um tipo similar de verificação, ao analisar a mediana da variável $Q_{i,t-1}$, observa-se que os países com empresas com maiores oportunidades de investimento são Estados Unidos (USA, 3.091), Irlanda (IRL, 1.715) e Austrália (AUS, 1.693). Já os os países com menores níveis nesta variável são Malásia (MYS, 0.867), Perú (PER, 0.922) e Japão (JPN, 0.949). Dentre todas as empresas constituintes da amostra, a mediana global da variável Q de Tobin é de 1.06. A partir deste resultado pode-se afirmar que os países que instituíram o dividendo obrigatório não possuem um padrão para este indicador. Isto porque Brasil (1.405) e Chile (1.234) possuem resultados para esta variável maiores do que a mediana amostral, porém Colômbia (1.053), Grécia (1.021) e Venezuela (0.953) possuem valores menores.

As análises realizadas até este ponto nesta seção possuem dados microeconômicos, ou seja, possuem como objeto de estudo as empresas. As próximas variáveis a terem seus resultados detalhados são o PIB_c e P_c - dados macroeconômicos. Estes buscam mensurar características da economia e legislação do país como um todo. Estes resultados encontram-se na tabela 12.

Os dados de PIB foram extraídos do Banco Mundial, calculado pelo logaritmo natural do PIB per capita das diferentes nações da amostra. O objetivo da inserção desta variável é controlar para fatores macroeconômicos que possam influenciar o investimento das corporações. Pela análise da mediana, observa-se que os países com maiores produtos internos brutos durante o período amostral são: Noruega (NOR, 4.93), Suíça (CHE, 4.843) e Dinamarca (DNK, 4.764). Em contrapartida, os países com menor PIB no período são: Zimbábue (ZWE, 2.924), Quênia (KEN, 2.995) e Índia (IND, 3.162). Os resultados apresentados já eram esperados, visto que o primeiro grupo de países são reconhecidos

pelos alto índices de desenvolvimento humano e o segundo grupo reconhecidos por diversos problemas econômicos e sociais.

Os países que instituíram o dividendo obrigatório possuem níveis da variável PIB_c que flutuam em torno da média da amostra completa. Grécia, apesar da forte crise enfrentada ao longo de parte do período amostral, apresentou maiores níveis (4.353) para o indicador, seguido de Chile (4.109), Brasil (3.942), Venezuela (3.920) e Colômbia (3.781).

Tabela 12 – Estatística descritiva das variáveis Produto Interno Bruto per capita (PIB) e Proteção (P_c) para os países selecionados para a amostra. A variável PIB é calculada pelo logaritmo natural do produto interno bruto per capita do país-sede da companhia. A variável P_c avalia o ambiente institucional ao investidor, ou seja, o grau de proteção ao investimento em um país - sua descrição completa consta no apêndice A desta pesquisa. A coluna “País” possui os códigos das nações segundo a base de dados da Compustat Global; para ver os códigos e os respectivos países ver apêndice B. Os dados são referentes ao período de 2000-2016.

País	PIB				P_c			
	Obs	Média	Mediana	σ	Obs	Média	Mediana	σ
BRA	4136	3.902	3.942	0.208	4136	9.367	9.367	0
CHL	2301	4.014	4.109	0.184	2301	12.12	12.12	0
COL	469	3.739	3.781	0.169	469	5.333	5.333	0
GRC	3078	4.365	4.353	0.099	3078	8.233	8.233	0
VEN	222	3.905	3.920	0.193	245	7.567	7.567	0
ARG	1019	3.913	3.952	0.213	1019	8.400	8.400	0
AUS	22856	4.662	4.698	0.15	22858	13.05	13.05	0
AUT	1262	4.617	4.668	0.102	1262	11.05	11.05	0
BEL	1952	4.597	4.647	0.095	1952	10.20	10.20	0
CAN	18	4.650	4.672	0.078	18	14.05	14.05	0
CHE	3947	4.814	4.843	0.111	3948	11.10	11.10	0
DEU	10463	4.584	4.621	0.092	10463	9.283	9.283	0
DNK	2519	4.717	4.764	0.09	2519	11.10	11.10	0
ECU	36	3.722	3.756	0.085	36	8.917	8.917	0
EGY	1396	3.415	3.503	0.162	1396	5.267	5.267	0
ESP	2107	4.430	4.456	0.095	2107	10.85	10.85	0
FIN	1973	4.621	4.665	0.094	1973	12.10	12.10	0
FRA	9797	4.563	4.610	0.089	9797	11.08	11.08	0

Tabela 12 – continuação

GBR	26843	4.603	4.618	0.068	26843	12.67	12.67	0
HKG	15107	4.514	4.513	0.082	15107	12.32	12.32	0
IDN	4962	3.359	3.493	0.225	4962	5.083	5.083	0
IND	22479	3.100	3.162	0.135	22479	8.267	8.267	0
IRL	900	4.692	4.716	0.095	900	10.90	10.90	0
ISR	3889	4.485	4.513	0.091	3889	6.917	6.917	0
ITA	3936	4.511	4.542	0.079	3936	9.533	9.533	0
JOR	2037	3.526	3.581	0.108	2037	6.600	6.600	0
JPN	45839	4.586	4.576	0.052	45840	13.01	13.01	0
KEN	465	2.995	2.995	0.143	465	7.517	7.517	0
KOR	12906	4.351	4.382	0.099	12907	7.400	7.400	0
LKA	2358	3.415	3.508	0.184	2358	4	4	0
MEX	1563	3.941	3.952	0.059	1563	6.680	6.680	0
MYS	13358	3.875	3.930	0.147	13358	10.88	10.88	0
NGA	1177	3.282	3.403	0.233	1177	4.833	4.833	0
NLD	2385	4.637	4.656	0.1	2385	11.10	11.10	0
NOR	2860	4.888	4.930	0.12	2860	13.10	13.10	0
NZL	1751	4.494	4.512	0.13	1751	13.05	13.05	0
PAK	3636	3.038	3.089	0.124	3636	8.133	8.133	0
PER	1056	3.665	3.761	0.166	1056	6.700	6.700	0
PHL	2832	3.265	3.283	0.169	2832	5.733	5.733	0
PRT	750	4.288	4.313	0.09	750	10.73	10.73	0
SGP	8714	4.614	4.668	0.134	8714	12.67	12.67	0
SWE	5639	4.688	4.713	0.094	5639	12.10	12.10	0
THA	7354	3.636	3.705	0.156	7354	8.450	8.450	0
TUR	3967	3.990	4.035	0.129	3967	6.283	6.283	0
TWN	0	.	.	.	18413	10.55	10.55	0
USA	197	4.681	4.685	0.052	197	14.10	14.10	0
ZAF	4408	3.735	3.762	0.142	4408	8.467	8.467	0
ZWE	379	2.842	2.924	0.165	379	5.733	5.733	0
Total	273298	4.259	4.532	0.548	291739	10.661	11.08	2.392

Fonte: elaborado pelo autor.

As análises sobre a variável P_c devem levar em consideração que esta variável é invariante no tempo, ou seja, não existe variabilidade ao longo do período da amostra (σ igual a zero).

Ela busca quantificar a proteção dada ao investidor nas mais diferentes nações. Observa-se que os países com melhores ambientes institucionais para investimento são: Estados Unidos (USA, 14.1), Canadá (CAN, 14.05) e Noruega (NOR, 13.1). Em contrapartida, os países com menor proteção são: Sri Lanka (LKA, 4), Nigéria (NGA, 4.833) e Indonésia (IDN, 5.083).

Os países que instituíram o dividendo obrigatório possuem baixos níveis da variável P_c , pois estes possuem resultados para esta variável menores do que a mediana amostral, com exceção do Chile. Este resultado fazia parte das expectativas iniciais da pesquisa, visto que o dividendo obrigatório teria como finalidade justamente remediar a fraca proteção legal aos investidores nestas nações.

Em suma, os resultados obtidos pelas estatísticas descritivas das variáveis elencadas pela terceira hipótese da presente pesquisa demonstram que as empresas em países com dividendo obrigatório possuem, em média, menores níveis de investimento mas com elevado fluxo de caixa. Estas características microeconômicas somam-se àquelas macroeconômicas recém observadas - PIB_c e P_c . Ou seja, estas empresas estão localizadas em nações com baixa proteção legal ao investidor, e com o produto interno bruto próximo à média global. A forma que estas variáveis interagem juntas estão sintetizadas no modelo econométrico da tabela 13.

Tabela 13 – **Coefficientes da regressão do modelo de H3.** Coluna “Variáveis” apresentam todas as variáveis incluídas no modelo. A regressão teve como variável dependente o $I_{i,t}$, ou seja, variável investimento da empresa i no período t - esta medida consiste na combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento. A sigla EF significa efeito fixo. Os dados são referentes ao período de 2000-2016. Estes dados multi-países foram extraídos do Compustat Global. A estatística t está dentro dos parêntesis, nos quais *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Variáveis	(1) I
$FC_{i,t}$	1.045*** (56.48)
Q_{t-1}	0.00*** (1.27)
$Q_{t-1} * \text{DivOb}$	-0.00 (-4.37)
$FC_{i,t} * \text{DivOb}$	0.067*** (2.91)
$Q_{t-1} * P_c$	0.00 (0.55)
$FC_{i,t} * P_c$	-0.076*** (-48.64)
PIB_c	0.092 (0.47)
Observações	221.074
R-quadrado	0.2866
Empresa EF	Sim
Ano EF	Sim
Setor-Ano EF	Sim
País-Ano EF	Sim
Período	2000-2016

Fonte: elaborado pelo autor.

O modelo econométrico de H3 tem como objetivo testar o impacto do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas num ambiente multi-países. A regressão, com dados em painel, busca evidenciar diferentes variáveis que impactem no investimento das firmas, controlando para efeitos fixos de empresa, ano, país-ano e indústria-ano. Ao todo, o modelo conta com 221.074 observações ao longo de 16 anos (2000 à 2016), ou seja, uma amostra bastante expressiva.

As duas variáveis microeconômicas, recorrentes em modelos de investimento, obtiveram resultados que correspondem às expectativas da pesquisa. Tanto o fluxo de caixa

($FC_{i,t}$) quanto as oportunidades de investimento ($Q_{i,t-1}$) obtiveram sinais positivos e estatisticamente significantes à 1%. Ou seja, quanto maior o fluxo de caixa e o Q de Tobin de uma companhia, maior também será provavelmente o investimento da mesma.

Para compreender o impacto do dividendo obrigatório ($DivOb$) no investimento das empresas (I) de acordo com o modelo econométrico proposto, é importante salientar o fato que a *dummy* $DivOb$ não varia ao longo do período da amostra e utiliza-se de um modelo de efeitos fixos. Neste caso, não incluiu-se a variável $DivOb$ em nível, pois variáveis que não variam no tempo não possuem poder de explicação em uma regressão de efeitos fixos.

Em razão deste fato, buscou-se avaliar a interação da variável dividendo obrigatório ($DivOb$) com as variáveis q e fluxo de caixa. Conforme a hipótese criada neste estudo, empresas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuem menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade. Conforme os resultados do coeficiente da interação $FC_{i,t} \times DivOb$, esta expectativa é confirmada. O sinal deste coeficiente é positivo e estatisticamente significativo.

Em países que não adotam o dividendo obrigatório, o montante total do fluxo de caixa pode ser utilizado para a realização de investimentos da companhia. Já em países que adotam este dispositivo legal, o montante total do fluxo de caixa não poderá ser utilizado integralmente para investimentos, visto que uma parcela deverá ser distribuída para os acionistas. Dessa forma, o resultado obtido demonstra que empresas em países com dividendo obrigatório dependem ainda mais do seu fluxo de caixa para financiar suas atividades. Dessa forma, o pagamento compulsório de parte de seus lucros é ainda mais danoso, visto que elas tem uma grande dependência de suas fontes internas.

O resultado do sinal negativo do coeficiente de $Q_{t-1} \times DivOb$, apesar de não estatisticamente significativo, indica que empresas em nações com dividendo obrigatório teriam o investimento menos dependente de suas oportunidades de investimento. Uma das explicações possíveis é de que o dividendo obrigatório não seja uma ferramenta eficiente de proteção ao investidor, ao passo que possam existir maneiras de “contornar” o seu pagamento.

Importante ressaltar que a utilização das interações do Q de Tobin (Q_{t-1}) e do fluxo de caixa ($FC_{i,t}$) com a proteção ao investidor (P_c) foi planejada com o intuito de controlar outros efeitos decorrentes de efeitos específicos das nações utilizadas no estudo.

Em suma, o fluxo de caixa é mais importante para as empresas em países que instituíram o dividendo obrigatório. Adicionalmente, este dispositivo legal é redutor compulsório

deste fluxo de caixa que poderia ser utilizado para investimentos. Conseqüentemente, o dividendo obrigatório na amostra multi-países indica ser um fator prejudicial do investimento corporativo, uma vez que reduz os recursos próprios daquelas companhias que tem maior dependência deste. Uma vez que a sensibilidade ao Q de Tobin é menor nestes países, e este fato indica um possível cenário de menor ou mais fraca proteção legal, talvez o benefício defendido pelos legisladores (aumento da proteção ao investidor) não seja cumprido, ou não supere os seus custos atrelados.

4.3.1 Modelo com amostra pareada

Para testar diretamente o impacto do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas num ambiente multi-países, é necessário criar uma amostra pareada de firmas. Ou seja, uma amostra composta por companhias localizadas em países com ambientes institucionais semelhantes e também similares nas características microeconômicas, mas que diverjam na adoção do dividendo obrigatório. A intenção é verificar isoladamente o efeito do dividendo obrigatório sobre o investimento das empresas.

Para realizar o pareamento da amostra foi estimado o escore de propensão (*propensity score matching*, cujo objetivo é criar um grupo de controle o mais semelhante possível ao grupo de tratamento - mas que diverjam sobre a adoção do dividendo obrigatório, de modo que os resultados desses possam ser comparados. Assim, condicionando em algumas variáveis, é possível comparar os dois grupos como se fosse um experimento aleatório. As variáveis selecionadas para este pareamento são:

- Oportunidade de investimento ($q_{i,t-1}$);
- Fluxo de caixa ($FC_{i,t}$);
- Proteção ao investidor (P_c);
- Produto Interno Bruto (PIB_c);
- Tamanho = Mensurado pelo logaritmo natural do ativo total da empresa;
- Ano = *dummys* para os anos selecionados para a amostra ;
- Setor Econômico = *dummys* para os setores econômicos das companhias, conforme classificação de dois dígitos da NAICS - oriunda do banco de dados da Compustat® Global.

Então, com base na amostra pareada de firmas, é possível estimar o efeito médio do tratamento sobre os tratados (*average treatment effect - ATE*). A variável de tratamento

utilizada para a presente pesquisa é a variável *dummy DivOb* (que assume valor de um quando o país adota o dividendo obrigatório, e zero quando não adota). Ou seja, objetiva-se demonstrar o impacto do dividendo obrigatório (tratamento) no investimento corporativo (*I*). Os resultados do ATE estão sumarizados na tabela 14.

Tabela 14 – **Cálculo do efeito de tratamento para o investimento corporativo.** A regressão teve como variável dependente o $I_{i,t}$, ou seja, variável investimento da empresa *i* no período *t* - esta medida consiste na combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento. A variável de tratamento foi o dividendo obrigatório (*DivOb*), uma *dummy* que assume valor um (1) se o país adota este mecanismo legal e zero (0) caso contrário. Os dados são referentes ao período de 2000-2016. Estes dados multi-países foram extraídos do Compustat Global. A estatística *t* está dentro dos parêntesis, nos quais *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Variável de Tratamento:	DivOb
Variável Dependente:	I
ATE	-0.0131*** (0.00274)
Observações	222,644

Fonte: elaborado pelo autor.

O resultado do efeito do tratamento médio (ATE) foi de -0.0131. Pela análise do sinal do coeficiente, denota-se que o dividendo obrigatório impacta negativamente no investimento corporativo, mesmo com o pareamento da amostra. Ou seja, demonstra-se que a retirada compulsória de parte do fluxo de caixa das companhias em nações que adotam este mecanismo legal diminui o investimento corporativo, visto que a metodologia proposta busca isolar esta relação - dividendo obrigatório e investimento das empresas.

Além de negativo, o coeficiente é significativo estatisticamente a 1%. Por sua magnitude, infere-se que o dividendo obrigatório impacta negativamente em 0.0131 no investimento corporativo. Visto que, conforme tabela 10, a média da variável investimento (*I*) foi de 0.04, então é possível inferir que o dividendo obrigatório reduz em torno de 25% o investimento das companhias nas nações que o adotam.

Com o intuito de criar um teste para robustez dos resultados apresentados nesta seção, mensurou-se o efeito de tratamento médio (ATE) para uma amostra restrita ao países que compõe o BRICS - Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul. O BRICS é um

grupamento econômico informal de países emergentes, que possuiriam potencial futuro para superar as grandes potências econômicas. Ou seja, um grupo minimamente coeso em seus ambientes econômicos e talvez institucionais. Dessa forma, a intenção básica do teste de robustez é verificar se o investimento corporativo no Brasil é menor do que o restante de países do grupo em função do dividendo obrigatório, dado que são controlados os demais fatores que influenciam o investimento. Os resultados estão sumarizados na tabela 15.

Tabela 15 – **Cálculo do efeito de tratamento para o investimento corporativo em uma amostra com países do BRICS apenas.** A regressão teve como variável dependente o $I_{i,t}$, ou seja, variável investimento da empresa i no período t - esta medida consiste na combinação do crescimento anual em propriedades, plantas e equipamentos, adicionados ao crescimento no inventário, mais gastos com pesquisa e desenvolvimento. A variável de tratamento foi o dividendo obrigatório ($DivOb$), uma *dummy* que assume valor um (1) se o país adota este mecanismo legal e zero (0) caso contrário. Os dados são referentes ao período de 2000-2016. Estes dados multi-países foram extraídos do Compustat Global. A estatística t está dentro dos parêntesis, nos quais *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

Variável de Tratamento:	DivOb
Variável Dependente:	I
ATE	-0.02* (0.064)
Observações	26.062

Fonte: elaborado pelo autor.

Os resultados obtidos pelos países que compõe o BRICS são semelhantes aos encontrados para a amostra global. O resultado do efeito do tratamento médio (ATE) foi de -0.02. Pela análise do sinal do coeficiente, denota-se que o dividendo obrigatório impacta negativamente no investimento corporativo, mesmo com a amostra composta por países com ambientes econômicos semelhantes e com empresas que tenham mesmas características. Além de negativo, o coeficiente é significativo estatisticamente.

Conforme o exposto, buscou-se criar uma amostra pareada de companhias, ou seja, empresas com características semelhantes (tanto contábeis quanto de ambientes institucional e econômicos onde estão inseridas) para ser possível isolar o efeito do dividendo obrigatório no investimento das firmas. E, ao isolarmos este efeito, demonstrou-se que o dividendo obrigatório reduz consideravelmente o investimento corporativo. Ou seja, mais uma evidência sobre o custo atrelado à imposição de distribuição de parte do fluxo de caixa das companhias por parte do Estado.

5 Considerações Finais

O termo “liberalismo”, do latim *liber*, que significa “livre”, se referia, a princípio, à filosofia da liberdade (MISES, 1987). Ludwig Von Mises, um dos expoentes do liberalismo, relata nesta obra que o liberalismo clássico consiste na defesa da liberdade individual, da propriedade privada, do livre comércio e da paz.

Neste contexto, o liberalismo econômico é uma corrente de pensamento baseada na organização da economia em termos individualistas, ou seja, que o maior número possível de decisões econômicas sejam tomadas por indivíduos e não por instituições ou organizações coletivas. Seu pressuposto básico é a emancipação da economia de qualquer dogma externo a ela mesma. Em decorrência destes pressupostos, o liberalismo econômico tem como pilar a mínima intervenção estatal na economia. Sobre o tema, Milton Friedman traz interessantes argumentos sobre o não intervencionismo estatal:

A preservação da liberdade é a principal razão para a limitação e descentralização do poder do governo. Mas há também uma razão construtiva. Os grandes avanços da civilização - quer na arquitetura ou na pintura, quer na ciência ou na literatura, quer na indústria ou na agricultura - nunca vieram de governos centralizados. Colombo não resolveu tentar uma nova rota para a China em consequência de uma resolução da maioria de um parlamento, embora tenha sido financiado em parte por um monarca absoluto. Newton e Leibniz; Einstein e Bohr; Shakespeare, Milton e Pasternak; Whitney, McCornick, Edison e Ford; Jane Adams, Florence Nightingale e Albert Schweitzer; nenhum deles abriu novas fronteiras para o conhecimento ou a compreensão humana, na literatura, na técnica, no cuidado com o sofrimento humano, em resposta a diretivas governamentais. Seus feitos constituíram o produto de seu gênio individual, de um ponto de vista minoritário corajosamente mantido, de um clima social que permitia a variedade e a diversidade.

O governo não poderá jamais imitar a variedade e a diversidade da ação humana. A qualquer momento, por meio da imposição de padrões uniformes de habitação, nutrição ou vestuário, o governo poderá sem dúvida alguma melhorar o nível de vida de muitos indivíduos; por meio da imposição de padrões uniformes de organização escolar, construção de estradas ou assistência sanitária, o governo central poderá sem dúvida alguma melhorar o nível de desempenho em inúmeras áreas locais, e, talvez, na maior parte das comunidades. Mas, durante o processo, o governo substituirá progresso por estagnação e colocará a mediocridade uniforme em lugar da variedade essencial para a experimentação que pode trazer os atrasados do amanhã por cima da média de hoje. (FRIEDMAN; FRIEDMAN, 1977)

A presente pesquisa busca investigar justamente o efeito da intervenção estatal na economia. Ao impor a distribuição compulsória de dividendos, o Estado interfere nos rumos da economia, ao passo que exige igualmente de todas as companhias a retirada

de parcela de seus recursos de dentro das empresas, sem nenhuma distinção. Ou seja, não considera as diferentes realidades, no que tange o acesso à capital, que enfrentam as corporações.

A distribuição compulsória de parte do lucro da empresa pode impactar diretamente nos investimentos destas, especialmente nos países que o adotam, em razão da dificuldade de obtenção de recursos externos pelos mesmos. Ou seja, retira-se parte das fontes internas de financiamento das empresas, parcela esta que seria fundamental para investimentos devido à escassez de recursos. Neste contexto, objetivou-se investigar empiricamente o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo. Para tal, foram criadas três hipóteses com o intuito de alcançar os objetivos propostos pela pesquisa.

A primeira hipótese teoriza que, tudo o mais constante, o valor marginal do caixa diminui com o pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório. Caso comprovada verdadeira a hipótese, seria possível demonstrar empiricamente que as empresas que distribuem dividendos acima do mínimo obrigatório não possuem restrição financeira, pois mesmo tirando mais recursos de dentro da companhia, o valor marginal de seu caixa não aumentaria.

Dessa forma, esta tem como objetivo criar uma nova proxy para restrição financeira em modelos de investimento no Brasil. Pois, desde a pesquisa clássica de [Fazzari, Hubbard e Petersen \(1988\)](#), a maioria dos modelos econométricos que procuraram investigar o investimento corporativo, levaram em consideração a existência (ou não) de restrições financeiras por parte das companhias. Empresas com latentes restrições financeiras tenderiam a depender mais de suas fontes internas de financiamento.

Os resultados obtidos pelo modelo econométrico proposto indicam que é atribuído um valor positivo à retenção de caixa por parte das companhias. Entretanto, foi demonstrado que o valor adicional marginal (*VAM*) do caixa decresce ao passo que a empresa decida distribuir mais dinheiro via dividendos. Este resultado foi obtido para diferentes *proxies* de pagamento de dividendos acima do mínimo obrigatório ($DivD_{i,t}$ e $Dummy_{i,t}$) e para diferentes segmentações de amostra. Ou seja, ao passo que distribuem mais dividendos discricionariamente, o valor marginal do caixa destas companhias não é alterado conforme previsão à priori. Assim, pode-se classificá-las como empresas não-restritas financeiramente.

A segunda hipótese afirma que o dividendo mínimo obrigatório reduz o nível de investimento das empresas das empresas que pagam apenas o dividendo obrigatório. Parte-se do pressuposto que o fluxo de caixa utilizado para esta distribuição compulsória poderia ser também (ao invés) utilizado para o financiamento de projetos economicamente favoráveis às empresas, dado que nestas empresas a escassez de fontes de financiamento agravariam esta questão. Dessa forma, o dividendo obrigatório atuaria como agente limitador dos

investimentos.

Para comprovar esta hipótese, foi criado um modelo econométrico para avaliar o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo das empresas que distribuem apenas o dividendo obrigatório, quando controlado para fatores exógenos (demais variáveis independentes). Para representar o dividendo obrigatório no modelo econométrico, foi utilizada como métrica a razão entre o dividendo distribuído pelas companhias como dividendo obrigatório e o seu EBITDA, ou seja, mensura quanto do fluxo de caixa representa o dividendo obrigatório. Os resultados obtidos demonstram que o dividendo obrigatório possui impacto negativo no investimento corporativo para estas companhias - que poderiam utilizar estes recursos para aproveitar suas oportunidades de investimento.

A última hipótese busca testar o impacto do dividendo obrigatório em uma ambiente multi países. Conforme *H3*, empresas situadas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuam menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade, mesmo controlando para outras variáveis como ambiente institucional e desenvolvimento econômico e financeiro, por exemplo.

Ao instituir o dividendo obrigatório em algumas nações, suas companhias tendem a possuir menor disponibilidade de recursos, o que acarretaria em menores níveis de investimento. Neste contexto, países com maior proteção ao investidor possuem menor sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que países com menor proteção (MCLEAN; ZHANG; ZHAO, 2012). A ideia tangente ao problema é a de que proteção ao acionista reduz o custo de financiamento externo, pois ao reduzir as incertezas, a proteção diminui consequentemente o retorno exigido pelo capital. Então, empresas em países com maior proteção deveriam ter investimento menos dependente do fluxo de caixa das empresas.

Os resultados encontrados pelas estatísticas descritivas das variáveis selecionadas para o modelo indicam que a mediana da variável Investimento (*I*) dos países que instituíram o dividendo obrigatório possuem resultados para esta variável menores ou iguais a mediana dos demais países que formam o banco de dados da Compustat Global. Demonstra-se assim o baixo nível de investimento corporativo nos países que adotaram este dispositivo legal.

Para compreender o impacto do dividendo obrigatório (*DivOb*) no investimento das empresas (*I*) de acordo com o modelo econométrico proposto em um ambiente multi-países, é importante salientar o fato que a *dummy DivOb* não varia ao longo do período da amostra e utiliza-se de um modelo de efeitos fixos. Neste caso, não incluiu-se a variável *DivOb* em nível, pois variáveis que não variam no tempo não possuem poder de explicação em uma regressão de efeitos fixos.

Em razão deste fato, buscou-se avaliar inicialmente a interação da variável dividendo obrigatório ($DivOb$) com as variáveis q e fluxo de caixa. Conforme a hipótese criada neste estudo, empresas em países que instituíram o dividendo obrigatório possuem menores níveis de investimento e maior sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa do que empresas situadas em nações sem esta obrigatoriedade. Conforme os resultados do coeficiente da interação $FC_{i,t} \times DivOb$, esta expectativa é confirmada. O sinal deste coeficiente é positivo e estatisticamente significativo. Dessa forma, o resultado obtido demonstra que empresas em países com dividendo obrigatório dependem ainda mais do seu fluxo de caixa para financiar suas atividades. Dessa forma, o pagamento compulsório de parte de seus lucros é ainda mais danoso, visto que elas tem uma grande dependência de suas fontes internas.

Para então estimar diretamente o impacto do dividendo obrigatório no investimento corporativo, a metodologia adotada foi a estimação do efeito médio do tratamento sobre os tratados (*average treatment effect* através de pareamento da amostra. O método consiste em separar os indivíduos em dois grupos (tratamento e controle), considerando características observáveis. Deste modo, a aleatoriedade da escolha estaria garantida, condicional em variáveis observáveis. Ou seja, o objetivo é criar dois grupos diferentes de empresas com características semelhantes, mas que diverjam na adoção do dividendo obrigatório por parte das nações. Para, dessa forma, poder isolar o efeito do dividendo obrigatório no investimento das empresas.

Ao isolarmos este efeito, demonstrou-se que o dividendo obrigatório reduz consideravelmente o investimento corporativo - coeficiente é significativo estatisticamente a 1%. Conforme demonstrado na seção 4.3.1, o dividendo obrigatório reduz em torno de 25% o investimento das companhias nas nações que o adotam. Ou seja, mais uma evidência sobre o custo atrelado à imposição de distribuição de parte do fluxo de caixa das companhias por parte do Estado.

Em suma, os resultados indicam que o dividendo obrigatório impacta direta e indiretamente no investimento das companhias. E, este efeito é ainda maior e mais relevante para as empresas restritas financeiramente, isto é, aquelas que mais necessitariam desta parcela do fluxo de caixa distribuída compulsoriamente para financiar suas atividades e investimentos. Considerando o contexto nacional, onde as fontes de financiamentos são caras e escassas, esta evidência obtida pela presente pesquisa possui grande relevância para o mercado financeiro. É importante ressaltar que a lei possui como objetivo a proteção do investidor minoritário, contra a expropriação de recursos dentro das firmas pelos *insiders*. Porém, ao tratar todos os casos igualmente, a lei acaba por prejudicar as empresas que dependem destes recursos para seu financiamento, prejudicando consequentemente os próprios acionistas destas.

Referências

- ABRUTYN, S.; TURNER, R. W. Taxes and firms' dividend policies: Survey results. *National Tax Journal*, JSTOR, p. 491–496, 1990. Citado na página 27.
- AGRAWAL, A.; KNOEBER, C. R. Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, Cambridge Univ Press, v. 31, n. 03, p. 377–397, 1996. Citado na página 26.
- ALDRIGHI, D. M.; BISINHA, R. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na bovespa. *Revista Brasileira de Economia*, SciELO Brasil, v. 64, n. 1, p. 25–47, 2010. Citado na página 35.
- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Payout policy. *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, v. 1, p. 337–429, 2003. Citado na página 24.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M. Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, Soc Financial Studies, v. 20, n. 5, p. 1429–1460, 2007. Citado 3 vezes nas páginas 31, 35 e 43.
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; WEISBACH, M. S. The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, v. 59, n. 4, p. 1777–1804, 2004. Citado 2 vezes nas páginas 32 e 36.
- ATJE, R.; JOVANOVIĆ, B. Stock markets and development. *European Economic Review*, Elsevier, v. 37, n. 2, p. 632–640, 1993. Citado na página 15.
- BATES, T. W.; KAHLE, K. M.; STULZ, R. M. Why do us firms hold so much more cash than they used to? *The journal of finance*, Wiley Online Library, v. 64, n. 5, p. 1985–2021, 2009. Citado na página 31.
- BECK, T.; LEVINE, R. Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, v. 28, n. 3, p. 423–442, 2004. Citado na página 18.
- BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout policy in brazil: Dividends versus interest on equity. *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, v. 18, n. 4, p. 968–979, 2012. Citado na página 23.
- BRAV, A. et al. Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, Elsevier, v. 77, n. 3, p. 483–527, 2005. Citado na página 33.
- CAMPA, J. M.; KEDIA, S. Explaining the diversification discount. *The journal of finance*, Wiley Online Library, v. 57, n. 4, p. 1731–1762, 2002. Citado na página 71.
- CAMPELLO, M.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Elsevier, v. 97, n. 3, p. 470–487, 2010. Citado na página 31.
- CAPORALE, G. M.; HOWELLS, P. G.; SOLIMAN, A. M. Stock market development and economic growth: the causal linkage. *Journal of Economic Development*, Chung-Ang University, Department of Economics, v. 29, n. 1, p. 33–50, 2004. Citado na página 18.

- CARPENTER, R. E.; GUARIGLIA, A. Cash flow, investment, and investment opportunities: New tests using uk panel data. *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, v. 32, n. 9, p. 1894–1906, 2008. Citado na página 31.
- CASAGRANDE, E. E. Modelos de investimento: metodologia e resultados. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 1, p. 85, 2002. Citado na página 33.
- CHRISTOPOULOS, D. K.; TSIONAS, E. G. Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests. *Journal of development Economics*, Elsevier, v. 73, n. 1, p. 55–74, 2004. Citado na página 18.
- CLEARY, S. International corporate investment and the relationships between financial constraint measures. *Journal of banking & finance*, Elsevier, v. 30, n. 5, p. 1559–1580, 2006. Citado na página 36.
- COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. [S.l.]: Saraiva, 2002. v. 1. Citado 2 vezes nas páginas 14 e 21.
- COSTA, C. M.; PAZ, L. S.; FUNCHAL, B. Fluxo de caixa, adrs e restrições de crédito no brasil. *Brazilian Business Review*, v. 5, n. 2, p. 144–151, 2008. Citado na página 35.
- DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. [S.l.]: Bookman, 2007. Citado na página 24.
- DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na bm&fbovespa: Survey com cfos. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 4, p. 461–498, 2012. Citado 2 vezes nas páginas 27 e 33.
- DOWNING, D.; CLARK, J.; FARIAS, A. A. de. *Estatística aplicada*. [S.l.]: Saraiva, 1999. Citado na página 52.
- EASTERBROOK, F. H. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, JSTOR, p. 650–659, 1984. Citado 3 vezes nas páginas 16, 26 e 41.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial economics*, Elsevier, v. 60, n. 1, p. 3–43, 2001. Citado na página 46.
- FAULKENDER, M.; WANG, R. Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, v. 61, n. 4, p. 1957–1990, 2006. Citado 5 vezes nas páginas 32, 39, 57, 64 e 67.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. Investment, financing decisions, and tax policy. *The American Economic Review*, JSTOR, p. 200–205, 1988. Citado 9 vezes nas páginas 15, 16, 31, 34, 36, 43, 47, 48 e 90.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R. G.; PETERSEN, B. Investment-cash flow sensitivities are useful: A comment on kaplan and zingales. *Quarterly journal of Economics*, JSTOR, p. 695–705, 2000. Citado na página 47.
- FAZZARI, S. M.; PETERSEN, B. C. Working capital and fixed investment: new evidence on financing constraints. *The RAND Journal of Economics*, JSTOR, p. 328–342, 1993. Citado 2 vezes nas páginas 34 e 43.

- FRIEDMAN, M. *Capitalism and Freedom*. [S.l.]: University of Chicago Press, 1962. Citado na página 33.
- FRIEDMAN, M.; FRIEDMAN, R. D. *Capitalismo e liberdade*. [S.l.]: Editora Artenova, 1977. Citado na página 89.
- GATCHEV, V. A.; PULVINO, T.; TARHAN, V. The interdependent and intertemporal nature of financial decisions: An application to cash flow sensitivities. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, v. 65, n. 2, p. 725–763, 2010. Citado na página 32.
- GILCHRIST, S.; HIMMELBERG, C. P. Evidence on the role of cash flow for investment. *Journal of monetary Economics*, Elsevier, v. 36, n. 3, p. 541–572, 1995. Citado 3 vezes nas páginas 31, 36 e 40.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira, 10 edição. Tradução técnica Antônio Zoratto Sanvicente*. [S.l.]: São Paulo: Addison Wesley, 2004. Citado na página 20.
- GOOD, P. I.; HARDIN, J. W. *Common errors in statistics (and how to avoid them)*. [S.l.]: John Wiley & Sons, 2012. Citado na página 52.
- GORDON, M. J. Optimal investment and financing policy*. *The Journal of finance*, Wiley Online Library, v. 18, n. 2, p. 264–272, 1963. Citado 3 vezes nas páginas 14, 25 e 26.
- HERMES, N.; LENSINK, R. Foreign direct investment, financial development and economic growth. *The Journal of Development Studies*, Taylor & Francis, v. 40, n. 1, p. 142–163, 2003. Citado na página 15.
- HILL, C. W.; JONES, T. M. Stakeholder-agency theory. *Journal of management studies*, v. 29, n. 2, p. 131–154, 1992. Citado na página 27.
- IUDÍCIBUS, S. d. et al. Manual de contabilidade societária. *São Paulo: Atlas*, 2010. Citado 2 vezes nas páginas 51 e 54.
- JENSEN, M. C. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review*, v. 76, n. 2, 1986. Citado 3 vezes nas páginas 16, 27 e 41.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, Elsevier, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. Citado na página 27.
- JUNIOR, W. L. N.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. *Revista de Administração de São Paulo*, v. 36, n. 2, 2001. Citado na página 23.
- KIRCH, G.; PROCIANOY, J. L.; TERRA, P. R. S. Restrições financeiras e a decisão de investimento das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, SciELO Brasil, v. 68, n. 1, p. 103–123, 2014. Citado 3 vezes nas páginas 16, 34 e 35.
- LAPORTA, R. et al. *Agency problems and dividend policies around the world*. [S.l.], 1998. Citado 5 vezes nas páginas 16, 28, 29, 41 e 46.
- LAPORTA, R. et al. Law and finance. *Journal of Political Economy*, The University of Chicago Press, v. 106, n. 6, p. 1113–1155, 1998. Citado 4 vezes nas páginas 14, 48, 100 e 101.

- LAPORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, Elsevier, v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000. Citado 6 vezes nas páginas 14, 21, 29, 30, 46 e 75.
- LEASE, R. C. et al. *Dividend Policy: Its Impact on Firm Value*. [S.l.]: Oxford University Press, 1999. Citado na página 28.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock market development and long-run growth. *The World Bank Economic Review*, World Bank, v. 10, n. 2, p. 323–339, 1996. Citado na página 18.
- LEVINE, R.; ZERVOS, S. Stock markets, banks, and economic growth. *American economic review*, JSTOR, p. 537–558, 1998. Citado na página 15.
- LIBONATI, J. J.; LAGIOIA, U. C. T.; MACIEL, C. V. Pagamento de juros sobre o capital próprio x distribuição de dividendos pela óptica tributária. In: *Anais do Congresso Brasileiro de Contabilidade*. [S.l.: s.n.], 2008. Citado na página 23.
- LINTNER, J. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*, JSTOR, p. 243–269, 1962. Citado 2 vezes nas páginas 14 e 25.
- LOVE, I. Financial development and financing constraints: International evidence from the structural investment model. *Review of Financial Studies*, Soc Financial Studies, v. 16, n. 3, p. 765–791, 2003. Citado na página 34.
- LUSK, E. J.; HALPERIN, M.; HEILING, F. A note of power differentials in data preparation between trimming and winsorizing. *Business Management Dynamics*, v. 1, n. 2, p. 23–31, 2011. Citado na página 52.
- MAMEDE, G. *Direito empresarial brasileiro: Direito societário: sociedades simples e empresariais*. [S.l.]: Atlas, 2011. Citado na página 22.
- MARTINS, F. *Direito societário: estudos e pareceres*. [S.l.]: Forense, 1984. Citado na página 21.
- MARTINS, T. C.; NOVAES, W. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest? *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, v. 18, n. 4, p. 953–967, 2012. Citado 5 vezes nas páginas 14, 18, 33, 45 e 46.
- MCLEAN, R. D.; ZHANG, T.; ZHAO, M. Why does the law matter? investor protection and its effects on investment, finance, and growth. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, v. 67, n. 1, p. 313–350, 2012. Citado 2 vezes nas páginas 47 e 91.
- MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, JSTOR, v. 34, n. 4, p. 411–433, 1961. Citado 2 vezes nas páginas 13 e 31.
- MISES, L. V. *Liberalismo: segundo a tradição clássica*. [S.l.]: Instituto Ludwig von Mises, 1987. Citado na página 89.
- MYERS, S. C. Outside equity. *Journal of finance*, JSTOR, p. 1005–1037, 2000. Citado 3 vezes nas páginas 16, 27 e 41.

- OPLER, T. et al. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of financial economics*, Elsevier, v. 52, n. 1, p. 3–46, 1999. Citado na página 32.
- PINKOWITZ, L.; STULZ, R. M.; WILLIAMSON, R. *Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?* [S.l.], 2003. Citado na página 32.
- PINKOWITZ, L.; WILLIAMSON, R. What is a dollar worth? the market value of cash holdings. *Available at SSRN 355840*, 2002. Citado na página 32.
- PORTAL, M. T.; ZANI, J.; SILVA, C. E. S. d. Financial frictions and substitution between internal and external funds in publicly traded brazilian companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, SciELO Brasil, v. 23, n. 58, p. 19–32, 2012. Citado na página 35.
- PROCIANOY, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. *Gestão de investimentos e fundos. Rio de Janeiro: Financiam*, p. 39–164, 2006. Citado 3 vezes nas páginas 22, 46 e 56.
- RAUH, J. D. Investment and financing constraints: Evidence from the funding of corporate pension plans. *The Journal of Finance*, Wiley Online Library, v. 61, n. 1, p. 33–71, 2006. Citado na página 34.
- REQUIÃO, R. A distribuição de lucros nas sociedades anônimas. In: WALD, A. (Ed.). *Direito empresarial: sociedades anônimas*. [S.l.]: Editora Revista dos Tribunais, 2011. p. 1305–1310. Citado na página 21.
- ROSENBAUM, P. R.; RUBIN, D. B. The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, Oxford University Press, v. 70, n. 1, p. 41–55, 1983. Citado na página 50.
- SANTOS, A. d. Quem está pagando juros sobre capital próprio no brasil? *Revista Contabilidade e Finanças - USP*, SciELO Brasil, p. 33–44, 2007. Citado na página 23.
- SANTOS, A. d.; SALOTTI, B. M. Juros sobre o capital próprio—pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. *Contabilidade, Gestão e Governança*, v. 10, n. 2, 2009. Citado 3 vezes nas páginas 22, 23 e 52.
- SHLEIFER, A. et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3–27, 2000. Citado na página 28.
- SILVA, L. Correia da; GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. *Dividend policy and corporate governance*. [S.l.]: Oxford University Press, 2004. Citado na página 27.
- VANCIN, D.; PROCIOY, J. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 14, n. 1, p. 89–123, 2016. Citado 5 vezes nas páginas 15, 30, 36, 43 e 70.
- VANCIN, D.; PROCIOY, J. L. Índices contábeis e a decisão do pagamento de dividendos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), v. 13, n. 28, p. 57–80, 2016. Citado na página 70.
- VANCIN, D. F. *Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto*. Dissertação (Mestrado) — Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2013. Citado na página 46.

WOOLDRIDGE, J. M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. [S.l.]: MIT press, 2010. Citado na página 49.

ZANI, J.; PROCIANOY, J. L. Restrição financeira da firma: a variação na estocagem de liquidez determinada pelos status financeiro e pela geração de caixa operacional. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, 2005. Citado na página 43.

Apêndices

APÊNDICE A – Formulação da variável Proteção

A variável Proteção (P_c) baseia-se na pesquisa clássica de [LaPorta et al. \(1998b\)](#). Neste artigo, os autores examinam as leis que protegem os acionistas e utilizam-se de alguns indicadores para mensurar o grau de proteção aos investidores em 49 países. O objetivo da presente pesquisa é controlar o fator ambiente institucional para investidores, com o intuito de retirar seu efeito do modelo econométrico. Ou seja, testar o impacto do dividendo obrigatório no investimento das corporações, considerando que os diferentes países possuem diferentes ambientes institucionais.

Seu cálculo é simples, sendo este baseado na soma dos 9 (nove) itens listados a seguir. Sua interpretação também o é - quanto maior o indicador P_c maior também será a proteção dada ao investidor de uma nação.

- Uma ação - um voto
Variável com valor igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país exija que as ações ordinárias possuam direito de um voto por ação, e zero caso o contrário. Similarmente, esta variável recebe o valor um caso a legislação proíba a existência de ações ordinárias com direito a votos múltiplos ou não-votantes, proibindo também as empresas em estipular um número máximo de votos por acionista independente do número de ações possuídas, e zero caso o contrário.
- Permitido voto por correspondência
Igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país permitam que os acionistas enviem seu voto para a empresa por correspondência, e zero caso contrário.
- Ações não bloqueadas antes de assembleias
Igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país não permitam que empresas obriguem seus acionistas depositem suas ações antes de assembleias de acionistas, para dessa forma coibir a venda de suas ações por um certo número de dias, e zero caso contrário.
- Votação cumulativa ou representação proporcional
Igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país permitam que os acionistas deem todos os seus votos para um candidato a eleição para o conselho diretor (votação cumulativa) ou permita um mecanismo de representação

proporcional no conselho onde minoritários possam nomear um numero proporcional de representantes, e zero caso contrário.

- Mecanismo de minoria oprimida

Inicialmente, importante estabelecer que para os fins desta pesquisa acionistas minoritários são aqueles que possuem menos de 10% do capital social da empresa. Esta variável possui valor igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país concedam aos acionistas minoritários uma possibilidade judiciária para recorrer de decisões administrativas ou o direito de sair da empresa requerendo que a mesma compre suas ações quando existir mudanças fundamentais, como fusões, disposições de ativos, ou mudanças no contrato social; e zero caso contrário.

- Direito de preferência para novas emissões

Igual a um caso a legislação societária ou código comercial do país concedam primeiramente aos acionistas a oportunidade de comprar novas ações emitidas, e este direito pode ser dispensado apenas pelo voto do acionista; e zero caso contrário.

- Percentagem de capital social para chamar uma assembleia extraordinária

A percentagem mínima de ações que concedem o direito de um acionista chamar uma assembleia extraordinária de acionistas. Este indicador varia de 1 à 33%.

- “Direitos Anti-Diretor”

Esta variável agrega alguns direitos de acionistas que [LaPorta et al. \(1998b\)](#) intitula de “direitos anti-diretor”. A variável é formada adicionando 1 (um) quando (1) o país permite o voto do acionista por correspondência para a empresa, (2) acionistas não são obrigados a depositarem suas ações antes de assembleias, (3) votação cumulativa ou representação proporcional no conselho seja permitida, (4) exista mecanismo de minoria oprimida, (5) a percentagem de capital social necessária para chamar uma assembleia extraordinária seja menor ou igual a 10% - a mediana da amostra encontrada pelos autores citados, (6) os acionistas tem direitos preferenciais que só podem ser dispensados apenas pelo voto do próprio acionista. Assim, este indicador varia de zero à seis.

- Aplicabilidade das leis

Este indicador busca completar o hiato entre a legislação e seu real uso nas diferentes nações. Afinal, existe a possibilidade de nações possuírem leis que protejam os acionistas, mas que não sejam cumpridas na prática. Por isso [LaPorta et al. \(1998b\)](#) criaram um indicador de aplicabilidade das leis, baseado nos dados do *International Country Risk Guide*, que avalia a lei e sua tradição. Indicador varia de 0 à 10, onde quanto mais baixo este indicador, pior a aplicabilidade da lei.

APÊNDICE B – Lista de códigos de países da Compustat Global

Tabela 16 – Lista de códigos de países da Compustat Global

Código	País	Código	País
AGO	ANGOLA	ISR	ISRAEL
AND	ANDORRA	ITA	ITÁLIA
ANT	ANTILHAS HOLANDESAS	JAM	JAMAICA
ARE	EMIRADOS ÁRABES	JOR	JORDÂNIA
ARG	ARGENTINA	JPN	JAPÃO
ASM	SAMOA AMERICANA	KEN	KENIA
ATG	ANTIGUA	KOR	CORÉIA DO SUL
AUS	AUSTRALIA	KWT	KUWAIT
AUT	AUSTRIA	LBN	LÍBANO
BEL	BÉLGICA	LBR	LIBÉRIA
BGD	BANGLADESH	LBY	LÍBIA
BGR	BULGARIA	LIE	LIECHTENSTEIN
BHR	BAHRAIN	LKA	SRI LANKA
BHS	BAHAMAS	LTU	LITUÂNIA
BLZ	BELIZE	LUX	LUXEMBURGO
BMU	BERMUDA	LVA	LETÔNIA
BOL	BOLIVIA	MAR	MARROCOS
BRA	BRASIL	MCO	MÔNACO
BRB	BARBADOS	MEX	MÉXICO
BWA	BOTSWANA	MLT	MALTA
CAN	CANADA	MYS	MALÁSIA
CHE	SUÍÇA	NAM	NAMÍBIA
CHL	CHILE	NGA	NIGÉRIA
CHN	CHINA	NIC	NICARÁGUA
CMR	CAMARÕES	NLD	HOLANDA
COD	CONGO (ex-Zaire)	NOR	NORUEGA
COG	CONGO	NZL	NOVA ZELÂNDIA
COK	ILHAS COOK	PAK	PAQUISTÃO
COL	COLÔMBIA	PAN	PANAMÁ
CPV	CABO VERDE	PER	PERÚ

CRI	COSTA RICA	PHL	FILIPINAS
CYM	ILHAS CAYMAN	PNG	PAPUA NOVA GUINÉ
CYP	CHIPRE	POL	POLÔNIA
CZE	REPÚBLICA TCHECA	PRI	PORTO RICO
DEU	ALEMANHA	PRT	PORTUGAL
DNK	DINAMARCA	PRY	PARAGUAI
DOM	REPÚBLICA DOMINICANA	PYF	POLINÉSIA FRANCESA
ECU	EQUADOR	ROM	ROMÊNIA
EGY	EGITO	RUS	RÚSSIA
ESP	ESPANHA	SAU	ARÁBIA SAUDITA
EST	ESTÔNIA	SGP	SINGAPURA
FIN	FINLÂNDIA	SLV	EL SALVADOR
FRA	FRANÇA	SVK	ESLOVÁQUIA
GAB	GABÃO	SVN	ESLOVÊNIA
GBR	REINO UNIDO	SWE	SUÉCIA
GHA	GANÁ	TCA	ILHAS TURCAS E CAICOS
GIN	GUINÉ	TCD	CHADE
GNQ	GUINÉ EQUATORIAL	THA	TAILÂNDIA
GRC	GRÉCIA	TTO	TRINDADE E TOBAGO
GRD	GRANADA	TUN	TUNÍSIA
GTM	GUATEMALA	TUR	TURQUIA
GUM	GUAM	TWN	TAIWAN
GUY	GUIANA	TZA	TANZÂNIA
HKG	HONG KONG	UGA	UGANDA
HND	HONDURAS	URK	UCRÂNIA
HRV	CROÁCIA	URY	URUGUAI
HTI	HAITI	USA	ESTADOS UNIDOS
HUN	HUNGRIA	VEN	VENEZUELA
IDN	INDONÉSIA	VIR	ILHAS VIRGENS
IND	ÍNDIA	VNM	VIETNÃ
IRL	IRLÂNDIA	VUT	VANUATU
IRN	IRÃ	ZAF	AFRICA DO SUL
ISL	ISLÂNDIA	ZMB	ZÂMBIA
		ZWE	ZIMBÁBUE

Anexos

ANEXO A – Artigos 201 à 205 da lei 6.404/76.

SEÇÃO III

Dividendos

Origem

Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.

§ 1º A distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

§ 2º Os acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido. Presume-se a má-fé quando os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste.

Dividendo Obrigatório

Art. 202. 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: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; (Incluída pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - o pagamento do dividendo determinado nos termos do inciso I poderá ser limitado ao montante do lucro líquido do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar (art. 197); (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

III - 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. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 1º 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.

§ 2º 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 do inciso I deste artigo. (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 3º A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades: (Redação dada pela Lei nº 10.303, de 2001)

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

§ 4º O dividendo previsto neste artigo 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.

§ 5º Os lucros que deixarem de ser distribuídos nos termos do § 4º serão registrados como reserva especial e, se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser pagos como dividendo assim que o permitir a situação financeira da companhia.

§ 6º Os lucros não destinados nos termos dos arts. 193 a 197 deverão ser distribuídos como dividendos. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001) Dividendos de Ações Preferenciais

Art. 203. O disposto nos artigos 194 a 197, e 202, não prejudicará o direito dos acionistas preferenciais de receber os dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade,

inclusive os atrasados, se cumulativos. Dividendos Intermediários

Art. 204. A companhia que, por força de lei ou de disposição estatutária, levantar balanço semestral, poderá declarar, por deliberação dos órgãos de administração, se autorizados pelo estatuto, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço.

§ 1º A companhia poderá, nos termos de disposição estatutária, levantar balanço e distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total dos dividendos pagos em cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital de que trata o § 1º do artigo 182.

§ 2º O estatuto poderá autorizar os órgãos de administração a declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral. Pagamento de Dividendos

Art. 205. A companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação.

§ 1º Os dividendos poderão ser pagos por cheque nominativo remetido por via postal para o endereço comunicado pelo acionista à companhia, ou mediante crédito em conta-corrente bancária aberta em nome do acionista.

§ 2º Os dividendos das ações em custódia bancária ou em depósito nos termos dos artigos 41 e 43 serão pagos pela companhia à instituição financeira depositária, que será responsável pela sua entrega aos titulares das ações depositadas.

§ 3º O dividendo deverá ser pago, salvo deliberação em contrário da assembleia-geral, no prazo de 60 (sessenta) dias da data em que for declarado e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

ANEXO B – Artigos 1 ao 12 da lei 9.249/95.

Art. 1º As bases de cálculo e o valor dos tributos e contribuições federais serão expressos em Reais.

Art. 2º O imposto de renda das pessoas jurídicas e a contribuição social sobre o lucro líquido serão determinados segundo as normas da legislação vigente, com as alterações desta Lei.

Art. 3º A alíquota do imposto de renda das pessoas jurídicas é de quinze por cento.

§ 1º A parcela do lucro real, presumido ou arbitrado, apurado anualmente, que exceder a R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais), sujeita-se à incidência de adicional de imposto de renda à alíquota de dez por cento.

§ 1º A parcela do lucro real, presumido ou arbitrado, que exceder o valor resultante da multiplicação de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) pelo número de meses do respectivo período de apuração, sujeita-se à incidência de adicional de imposto de renda à alíquota de dez por cento.(Redação dada pela Lei 9.430, de 1996)

§ 2º O limite previsto no parágrafo anterior será proporcional ao número de meses transcorridos, quando o período de apuração for inferior a doze meses.

§ 2º O disposto no parágrafo anterior aplica-se, inclusive, nos casos de incorporação, fusão ou cisão e de extinção da pessoa jurídica pelo encerramento da liquidação.(Redação dada pela Lei 9.430, de 1996)

§ 3º O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, à pessoa jurídica que explore atividade rural de que trata a Lei nº 8.023, de 12 de abril de 1990. § 4º O valor do adicional será recolhido integralmente, não sendo permitidas quaisquer deduções.

Art. 4º Fica revogada a correção monetária das demonstrações financeiras de que tratam a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1989, e o art. 1º da Lei nº 8.200, de 28 de junho de 1991.

Parágrafo único. Fica vedada a utilização de qualquer sistema de correção monetária de demonstrações financeiras, inclusive para fins societários.

Art. 5º O inciso IV do art. 187 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, passa a

vigorar com a seguinte redação:(Vide Medida Provisória nº 446, de 7 de novembro de 2008)
"Art.187... IV - o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais;

Art. 6º Os valores controlados na parte "B" do Livro de Apuração do Lucro Real, existentes em 31 de dezembro de 1995, somente serão corrigidos monetariamente até essa data, observada a legislação então vigente, ainda que venham a ser adicionados, excluídos ou compensados em períodos-base posteriores.

Parágrafo único. A correção dos valores referidos neste artigo será efetuada tomando-se por base o valor da UFIR vigente em 1º de janeiro de 1996.

Art. 7º O saldo do lucro inflacionário acumulado, remanescente em 31 de dezembro de 1995, corrigido monetariamente até essa data, será realizado de acordo com as regras da legislação então vigente.

§ 1º Para fins do cálculo do lucro inflacionário realizado nos períodos-base posteriores, os valores dos ativos que estavam sujeitos a correção monetária, existentes em 31 de dezembro de 1995, deverão ser registrados destacadamente na contabilidade da pessoa jurídica.

§ 2º O disposto no parágrafo único do art. 6º aplica-se à correção dos valores de que trata este artigo.

§ 3º À opção da pessoa jurídica, o lucro inflacionário acumulado existente em 31 de dezembro de 1995, corrigido monetariamente até essa data, com base no parágrafo único do art. 6º, poderá ser considerado realizado integralmente e tributado à alíquota de dez por cento.

§ 4º A opção de que trata o parágrafo anterior, que deverá ser feita até 31 de dezembro de 1996, será irretratável e manifestada através do pagamento do imposto em cota única, podendo alcançar também o saldo do lucro inflacionário a realizar relativo à opção prevista no art. 31 da Lei nº 8.541, de 23 de dezembro de 1992.

§ 5º O imposto de que trata o § 3º será considerado como de tributação exclusiva.

Art. 8º Permanecem em vigor as normas aplicáveis às contrapartidas de variações monetárias dos direitos de crédito e das obrigações do contribuinte em função da taxa de câmbio ou de índices ou coeficientes aplicáveis por disposição legal ou contratual.

Art. 9º A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

§ 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados.

§ 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados. (Redação dada pela Lei nº 9.430, de 1996)

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

§ 3º O imposto retido na fonte será considerado: I - antecipação do devido na declaração de rendimentos, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real; II - tributação definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real, inclusive isenta, ressalvado o disposto no § 4º;

§ 4º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro presumido ou arbitrado, os juros de que trata este artigo serão adicionados à base de cálculo de incidência do adicional previsto no § 1º do art. 3º.

§ 4º (Revogado pela Lei nº 9.430/1996).

§ 5º No caso de beneficiário sociedade civil de prestação de serviços, submetida ao regime de tributação de que trata o art. 1º do Decreto-lei nº 2.397, de 21 de dezembro de 1987, o imposto poderá ser compensado com o retido por ocasião do pagamento dos rendimentos aos sócios beneficiários.

§ 6º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o imposto de que trata o § 2º poderá ainda ser compensado com o retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração de capital próprio, a seu titular, sócios ou acionistas.

§ 7º O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no § 2º.

§ 8º Para os fins de cálculo da remuneração prevista neste artigo, não será considerado o valor de reserva de reavaliação de bens ou direitos da pessoa jurídica, exceto se esta for adicionada na determinação da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

§ 9º À opção da pessoa jurídica, o valor dos juros a que se refere este artigo poderá

ser incorporado ao capital social ou mantido em conta de reserva destinada a aumento de capital, garantida sua dedutibilidade, desde que o imposto de que trata o § 2º, assumido pela pessoa jurídica, seja recolhido no prazo de 15 dias contados a partir da data do encerramento do período-base em que tenha ocorrido a dedução dos referidos juros, não sendo reajustável a base de cálculo nem dedutível o imposto pago para fins de apuração do lucro real e da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

§ 10. O valor da remuneração deduzida, inclusive na forma do parágrafo anterior, deverá ser adicionado ao lucro líquido para determinação da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido.

Art. 10. Os lucros ou dividendos calculados com base nos resultados apurados a partir do mês de janeiro de 1996, pagos ou creditados pelas pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão a base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliado no País ou no exterior.

Parágrafo único. No caso de quotas ou ações distribuídas em decorrência de aumento de capital por incorporação de lucros apurados a partir do mês de janeiro de 1996, ou de reservas constituídas com esses lucros, o custo de aquisição será igual à parcela do lucro ou reserva capitalizado, que corresponder ao sócio ou acionista.

Art. 11. Os rendimentos produzidos por aplicação financeira de renda fixa, auferidos por qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda à alíquota de quinze por cento.

§ 1º Os rendimentos de que trata este artigo serão apropriados pro rata tempore até 31 de dezembro de 1995 e tributados, no que se refere à parcela relativa a 1995, nos termos da legislação então vigente.

§ 2º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro presumido ou arbitrado, os rendimentos de que trata este artigo, bem como os rendimentos de renda variável e os ganhos líquidos obtidos em bolsas, serão adicionados à base de cálculo de incidência do adicional previsto no § 1º do art. 3º.

§ 3º O disposto neste artigo não elide as regras previstas nos arts. 76 e 77 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995.