

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TÍTULO DO TRABALHO: O REINVESTIMENTO DO LUCRO

PROPORCIONANDO AUMENTO NA RENTABILIDADE DO ACIONISTA BRASILEIRO NOS SETORES DE SIDERURGIA, METALURGIA, PAPEL E CELULOSE, BEBIDAS E FUMO, NO PERÍODO DE 2002 A 2006.

AUTORES

VIVIANE CHUNQUES GERVASONI BRAGA

Centro Universitário 9 de Julho - Faculdades Integradas Tibiriçá
viviane.gervasoni@uol.com.br

EDUARDO BRAGA

Universidade de São Paulo
e-braga@uol.com.br

RESUMO

O presente trabalho discute o efeito da política de dividendos sobre a rentabilidade do acionista diante das premissas e características da política de dividendos, mercado eficiente e mercado perfeito. Ainda mostra as considerações quanto a irrelevância e relevância do pagamento de dividendos. Discute a questão da incidência de impostos e a política de dividendos sob a ótica do mercado brasileiro. Mostra a relação entre reinvestimento e volume de vendas com o uso de modelos estatísticos de regressões múltiplas, aplicados em uma amostra de nove empresas brasileiras dos setores de siderurgia e metalurgia, papel e celulose, bebidas e fumo. As variáveis consideradas são dividendos distribuídos, lucro líquido disponível, vendas líquidas, patrimônio líquido e suas variações. Entretanto, tais modelos não tiveram poder de explicação suficiente para verificar a existência do conteúdo informacional nas variações encontrados pelo presente trabalho. O que se verificou foi a relação existente entre o reinvestimento e a rentabilidade dos acionistas. Ao final, sugere-se que os modelos testados sejam replicados a amostras, períodos e mesmo segmentos diferentes dos estudados neste trabalho, aumentando o número amostral e diversificando segmentos.

Palavras-chave: Política de dividendos; acionista; rentabilidade.

ABSTRACT

This paper discusses the effect of the dividend policy on the return to stockholders in view of the assumptions and characteristics of the dividend policy, efficient market and perfect market. It also shows the considerations regarding the irrelevance and relevance of dividend payment. It discusses the issue of the incidence of taxes and the dividend policy from the perspective of the Brazilian market. It shows the relationship between reinvestment and sales volume with the use of statistical multiple regression models, applied to a sample group of nine Brazilian companies from the sectors of iron metallurgy and metallurgy, paper and pulp, beverages and tobacco. The variables considered are dividends distributed, net income available, net sales, stockholders' equity and their variations. However, said models did not have sufficient explanatory power to verify the existence of the informational content in the variations found by this study. What was verified was the relationship that exists between reinvestment and the return of stockholders. At the end, to suggest that the model will be replicated in samples, periods and another segments.

Key words: Dividend policy; stockholder; profitability.

Introdução

As pessoas jurídicas de direito privado, mais precisamente as sociedades empresárias e simples, têm como finalidade econômica o lucro. Esse lucro é importante, pois permite que pessoas físicas ou mesmo outras pessoas jurídicas tenham interesse em investir nesses tipos de organizações através de aquisição de quotas ou ações. Esse lucro, que pode ser caracterizado como um excedente atinge, além dos acionistas, mercado econômico-financeiro e a sociedade como um todo.

As empresas que se enquadram nessas características atribuem ao lucro basicamente dois destinos. Eles podem ser mantidos na organização e utilizados nas suas atividades. Ou podem ser distribuídos, no caso do excedente, para os sócios; esses valores são conhecidos como dividendos. De uma forma ou de outra o retorno proporcionado pelas organizações são benéficos para o sistema como um todo. Contudo, o agente mais próximo desses fatos são os acionistas, que tendem a ter expectativas quanto a seus investimentos. Essas expectativas podem ou não ser atingidas da forma esperada, ou ainda pode-se buscar subsídios que aumentem a satisfação dos acionistas justificando seus riscos e retornos esperados.

Este trabalho trata da hipótese de que o reinvestimento total do lucro, ou seja, a não distribuição dos dividendos pode proporcionar maior rentabilidade para seus acionistas.

O objetivo é analisar e verificar a importância da não distribuição de dividendos para maior rentabilidade dos acionistas, o que reciprocamente provocaria crescimento econômico. As teorias aqui estudadas dizem respeito às premissas da política de dividendos, mercado eficiente e mercado perfeito. Trata também das questões de irrelevância e relevância do pagamento de dividendos, além de considerar a igualdade da carga tributária entre os dividendos e ganho de capital. O que não ocorre no mercado brasileiro; ao contrário, os acionistas tendem a pressionar as organizações para que estas distribuam cada vez mais dividendos.

Este estudo é feito usando modelos estatísticos de regressões múltiplas onde são destacados dividendos distribuídos, lucro líquido disponível, patrimônio líquido e suas variações de uma amostra de nove empresas do mercado brasileiros sendo seus dados retirados da Bolsa de Valores; os segmentos destas empresas são siderurgia e metalurgia, papel e celulose, bebidas e fumo. Foi detectado que não há relação entre volume de vendas e reinvestimento.

Ao final do artigo chega-se à conclusão que a hipótese proposta foi corroborada, pois o reinvestimento total do lucro nas organizações acarreta maior rentabilidade para os acionistas.

Revisão Bibliográfica

Quando se fala em política de dividendos logo se imagina uma decisão difícil de ser tomada. O lucro líquido da empresa será retido para reinvestimento ou distribuído aos acionistas?

Conforme Gropelli e Nikbakht (2002, p. 212) “a política de dividendos exerce um papel importante na determinação do valor da empresa. Os acionistas concebem os dividendos como sinal da capacidade da empresa em gerar lucros”.

Porém, a decisão do que fará com o lucro do período pertence à empresa. Segundo Gitman (2004, p. 484):

As necessidades financeiras da empresa estão diretamente relacionadas à sua expectativa de crescimento e que ativos precisará adquirir. Deve para isso avaliar sua rentabilidade e seu risco para aferir sua capacidade de obter recursos externos. Além disso, é preciso determinar o custo e a velocidade com que poderá obter financiamento.

Para Martins e Assaf Neto o índice payout deve ser muito bem ponderado, pois, (1989, p. 520) “quanto maior for esse índice, menor será a proporção de recursos próprios provenientes de decisões de retenção de lucros [...]. Baixos índices de payout ou nulos atribuem normalmente uma elevada importância à opção de reter lucros como fontes de financiamento de uma empresa”.

Quando se pensa em avaliar os dividendos usa-se a relação entre o pagamento de dividendo e o preço da ação. “Para o investidor, os dividendos representam um retorno que pode ser comparado a outras oportunidades de investimento. Esse retorno é chamado de retorno sobre dividendos”. (GROPPELLI; NIKBAKHT, 2002, p. 213).

Uma outra particularidade da política de dividendos é a teoria residual. Segundo Sanvicente (1997, p. 109):

Essa teoria baseia-se na hipótese crucial de que os investidores preferem que a empresa retenha e reinvesta lucros, em lugar de distribuí-los, sempre que a taxa de retorno sobre o capital reinvestido pela empresa seja superior à que os investidores conseguiriam em aplicações de risco comparável.

Há alguns fatores que influenciam a política de dividendos e conseqüentemente a tomada de decisão nas empresas; para Lemes Júnior, Rigo e Cherobim (2002, p. 387) “liquidez, perspectivas de crescimento, considerações dos proprietários, restrições legais em contratos de obrigações ou de empréstimos e avaliação do mercado” são alguns desses fatores.

Existem algumas datas relevantes para o pagamento de dividendos em dinheiro, que são automaticamente anunciadas pelos diretores da empresa. São elas, data de registro, data de pagamento e a data ex-dividendos.

“[...] um dividendo é pagável aos acionistas registrados numa certa data. Ao ser declarado, um dividendo passa a ser uma exigibilidade da empresa e não pode ser cancelado facilmente”. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 376).

Uma possível maneira de minimizar a insegurança quanto a possíveis oscilações de preços no que se refere aos valores das ações seria basear-se na idéia de Mercados Eficientes, que em suma define o “poder” das informações para dar maior confiabilidade a investidores e empresas quanto aos preços que ficarão seus títulos diante das variáveis que ocorrem no mercado de capitais, o que inclui também a política de dividendos.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p. 263) “mercado eficiente de capitais é aquele nos quais os preços dos títulos refletem completamente as informações disponíveis”.

Na visão de Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 227) “com base nas informações disponíveis, não há razão para crer que o preço de mercado seja muito baixo ou alto”.

O que se pode notar com a hipótese de mercado eficiente é a importância da distinção entre o retorno efetivo da ação e o retorno esperado, e que ela é uma hipótese que auxilia tanto

investidores quanto empresas a manterem suas expectativas quanto ao retorno de seus investimentos o mais próximo possível da realidade.

Uma outra consideração a se fazer são os dividendos abordados independente da existência de impostos. Segundo Solomon e Pringle (1981, p.485) “os impostos complicam as coisas, e por isso começamos por supor que eles não existem [...]. A esta altura também devemos supor que as decisões sobre dividendos não tenham qualquer efeito de informação”.

A teoria mais discutida nesse respeito é a de Modigliani e Miller (M&M), onde todos os aspectos desta teoria são vistas sob a ótica de um mundo sem impostos.

Modigliani e Miller apregoam que num mundo hipoteticamente sem impostos, o custo total de capital de uma empresa é independente de sua estrutura de capital. Admitem os autores que não existe uma estrutura ótima e consequentemente, o valor da empresa, permanece inalterados qualquer que seja a proporção dos recursos de terceiros e próprios mantidos. Para os autores, dois bens considerados similares devem ser avaliados pelo mesmo valor, independentemente da forma como são financiados. (ASSAF NETO, 2003, p. 403).

Porém, os impostos existem e mudam o cenário hipotético mencionado por Modigliani e Miller, principalmente no Brasil, onde a tributação é feita apenas sob ganho de capital e não sobre distribuição de dividendos, o que respalda os acionistas a pressionarem as empresas a distribuírem cada vez mais dividendos.

A questão da irrelevância da distribuição dos dividendos está relacionada em quando (tempo) serão distribuídos os dividendos.

Porém, o principal e mais questionável argumento não é quando distribuir dividendos e sim quanto; inicialmente deve-se citar o trabalho de John Lintner, publicado no ano de 1956.

“Em 1956, John Lintner indicou que os administradores estimam a parte dos lucros da empresa que tende a ser permanente, e a parte que tende a ser temporária”. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002, p. 391).

Lintner defende que a política de dividendos está relacionada não apenas ao nível de dividendos, mas à sua variação.

Em resumo, Lintner propunha que “os dividendos dependem, em parte, dos lucros atuais da empresa e, também, dos dividendos do ano anterior, que por sua vez, dependem dos lucros desse ano e dos dividendos do ano anterior”. (BREALEY; MYERS, 1992, p.375).

Se Lintner estiver correto deve-se definir os dividendos em termos de uma média ponderada dos lucros atuais e passados, ou seja, “a probabilidade de um aumento da taxa de dividendos será maior quando os lucros atuais tiverem aumentado; será um pouco inferior quando apenas os lucros do ano anterior tiverem aumentado, e assim sucessivamente”. (BREALEY; MYERS, 1992, p.375).

Sob uma outra ótica, Benjamin Graham, David Dodd e Sidney Cottle afirmam que as empresas deveriam, em geral, ter políticas de proporção elevada de distribuição de lucros por dois motivos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995, p. 387):

1º O valor presente de dividendos mais próximos é maior do que o valor presente de dividendos mais distantes.

2º Entre duas empresas com o mesmo poder de geração de lucro e a mesma posição no seu setor, a que pagar mais dividendos quase sempre será negociada a um preço mais alto.

Esses autores estabeleceram uma relação específica entre lucros e dividendos, através da convicção de que o mercado de ações era favorável à política de dividendos, em contraposição à política de alta retenção de lucros. Já a teoria exposta por Modigliani e Miller no ano de 1961 defendia que, num mundo perfeito, sem risco, sem impostos, sem custo de transação e sem outras imperfeições do mercado, não afetaria o valor da empresa.

“Os defensores da irrelevância dos dividendos concluem que, como eles não são importantes para o valor de uma empresa, não é preciso ter uma política de dividendos”. (GITMAN, 2004, p. 482).

Já “a teoria da relevância dos dividendos defende que, quanto mais dividendos forem distribuídos pela empresa, maior será o preço de suas ações e menor será o custo do seu capital próprio”. (LEMES JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2002, p. 378).

Um dos argumentos favoráveis à teoria da relevância dos dividendos é atribuído a Myron J. Gordon e John Lintner, “que afirmam que há, na verdade, uma relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado de uma empresa”. (GITMAN, 2004, p. 482).

“Gordon e Lintner afirmam que o pagamento de dividendos correntes reduz a incerteza dos investidores, fazendo com que descontem os lucros a uma taxa mais baixa e, se os outros fatores permanecem constantes, dêem valor mais alto à ação da empresa”. (GITMAN, 2004, p. 482).

Outra linha de raciocínio é conhecida como os centristas, principalmente representado por Black e Sholes; essa hipótese sustenta que o valor de uma empresa não é afetado pela sua política de dividendos.

Os centristas reforçam que “as empresas não deveriam praticar políticas generosas de dividendos, a menos que estivessem convencidas de que era isso que os investidores querem”. (BREALEY; MYERS, 1992, p. 389).

Surge então o efeito clientela, “que determina que a política de dividendos seguida pela empresa atrairia investidores que possuem preferências pelo nível de dividendos estabelecido pela política adotada”. (SANTOS; SILVA, 2007, p.7).

Os impostos são fatores importantes dentro da política de dividendos, pois causam grandes mudanças para investidores, para a empresa e para o crescimento do país.

Segundo estudos desenvolvidos por Brito e Rietti (MARTINS; ASSAF NETO, 1989, p. 523) no período de 1973 a 1976, “não parece existir no Brasil qualquer associação entre níveis marginais de taxa de investidores e sua preferência por retenção ou distribuição de dividendos”.

Atualmente a distribuição de dividendos está contida na Lei nº. 6.404, de 1976 (Lei das Sociedades por Ações) e na Lei nº. 10.303 de 2001, que alterou alguns dispositivos da Lei nº. 6.404. Falando especificamente dos artigos 189 a 205 da Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, “o principal aspecto demarcado por essa lei, no caso dos dividendos, refere-se ao

dividendo mínimo obrigatório aos titulares de ações ordinárias. Em princípio, a lei prevê um valor mínimo para o índice de payout”. (SANVICENTE, 1997, p. 117).

Através do estatuto da sociedade anônima é possível definir quais serão os dividendos preferenciais, se este será fixo, se haverá valores mínimos ou máximos, este valor será “cheio” ou em forma de percentual entre outras condições.

Especificamente o inciso 2º da lei nº.6.404/76, artigo 17 comenta que:

Salvo a disposição em contrário ao estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estar assegurado dividendo igual ao mínimo. (ASSAF NETO, 2003, p. 432).

Quem determina o valor mínimo obrigatório de dividendos a serem pagos é o artigo 202 da Lei nº. 6.404/76, onde diz que o estatuto da própria sociedade por ações deve estabelecer qual parcela do lucro será convertida em dividendo obrigatório.

Hoje a maioria das sociedades anônimas tem em seu estatuto que o dividendo mínimo obrigatório é de 25% do lucro ajustado.

Uma outra lei foi criada para os juros sobre o capital próprio, a Lei nº. 9.249/95, que veio substituir a correção monetária dos balanços no Brasil.

“Com a extinção da desindexação contábil sobre o resultado contábil, houve repercussões contábeis sobre as empresas, provocando uma tributação adicional às alíquotas a que as empresas estão comumente sujeitas”. (ASSAF NETO, 2003, p. 442).

O mesmo autor complementa dizendo que “os juros sobre o capital próprio possuem certos privilégios fiscais: por essa figura, as empresas poderão reduzir de seu lucro real (tributável) os juros a título de remuneração do capital de seus acionistas, promovendo uma economia de imposto de renda”. (Ibidem, p. 442).

Muitos estudos realizados até a década de 1990 sobre as mudanças nas políticas de dividendos das companhias brasileiras, devido às alterações tributárias ocorridas a partir de 1988, mostram a influência da tributação sobre os dividendos e ganhos de capital.

Surgiram muitas controvérsias.

Alguns concluíram que as remunerações tributárias não provocaram modificações significativas nas políticas de dividendos, ao passo que outros, apontam para um aumento no nível médio dos índices de distribuição de dividendos de todos os exercícios sociais após as modificações tributárias. (LEMES JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2002, p. 396).

Metodologia

Seguindo o raciocínio da importância da não tributação dos dividendos foram pesquisadas algumas empresas listadas na Bovespa – Bolsa de Valores de São Paulo (2007). Buscaram-se organizações que obtiveram lucros nos últimos 6 anos dos setores de siderurgia e metalurgia, papel e celulose que distribuíram o mínimo permitido de dividendos e fumo e bebida que distribuíram muito dividendo.

Todos os valores citados estão expressos em milhares de reais. As empresas analisadas foram as seguintes: Cia. de ferro e ligas da Bahia – FERBASA; Gerdau S.A.; Metalúrgica Gerdau S.A.; Cia. Siderúrgica Nacional; Aracruz Celulose S.A.; Suzano Papel e Celulose S.A.; Votorantin Papel e Celulose S.A.; Cia. Bebidas das Américas – AMBEV e Souza Cruz S.A.

Os dados considerados destas empresas foram: dividendos, lucro líquido disponível, vendas líquidas e patrimônio líquido. Excluindo o ano de 2001, foram calculados os seguintes valores: payout, variação do lucro líquido, variação das vendas e diferença do patrimônio líquido.

Com base no estudo destes dados partiu-se do pressuposto que distribuir pouco dividendos, ou seja, reinvestir uma grande parcela do lucro proporciona aumento das vendas no ano seguinte, ou seja, havendo aumento do patrimônio líquido, haverá aumento das vendas.

Os dados obtidos a partir dos demonstrativos contábeis, usados para o cálculo das regressões, foram:

Quadro 1 – Variação das vendas líquidas e do patrimônio líquido das empresas Ferbasa, Gerdau e Metalúrgica Gerdau para 2002-2006.

Ano	Ferbasa		Gerdau S.A.		Met. Gerdau S.A.	
	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL
2006	-6,8%	6,1%	9,8%	23,9%	9,9%	23,2%
2005	-10,7%	10,1%	8,2%	32,4%	8,3%	30,3%
2004	31,7%	29,2%	48,0%	47,1%	48,0%	50,1%
2003	51,4%	32,3%	45,9%	25,4%	45,9%	25,1%
2002	35,9%	20,8%	55,6%	22,6%	55,6%	18,6%

Quadro 2 – Variação das vendas líquidas e do patrimônio líquido das empresas Cia. Sid. Nacional, Ambev e Souza Cruz para 2002-2006.

Ano	Cia. Sid. Nacional		AMBEV		Souza Cruz S.A.	
	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL
2006	-9,9%	-4,7%	8,5%	-3,0%	13,8%	-2,7%
2005	2,4%	-4,5%	32,9%	16,2%	7,1%	2,2%
2004	40,4%	-8,0%	38,3%	287,5%	7,3%	5,2%
2003	35,1%	51,6%	18,5%	4,3%	15,1%	2,3%
2002	29,7%	-4,8%	12,3%	20,2%	18,7%	19,7%

Quadro 3 – Variação das vendas líquidas e do patrimônio líquido das empresas Aracruz, Suzano Papel e Votorantin Papel para 2002-2006.

Ano	Aracruz		Suzano Papel		Votorantin Papel	
	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL	Var VL	Var PL
2006	15,8%	16,0%	11,2%	29,1%	11,0%	22,9%
2005	-2,3%	20,7%	5,6%	13,2%	0,4%	6,2%
2004	11,3%	25,6%	145,9%	40,2%	16,3%	14,7%
2003	50,8%	24,8%	17,2%	20,5%	42,0%	22,1%
2002	50,5%	-10,0%	18,3%	8,5%	29,0%	7,5%

Nota-se que no caso da empresa Ferbasa, no ano de 2006, a variação do patrimônio líquido foi de 6,1% e a variação das vendas líquidas de -6,8%. Ou seja, o crescimento do patrimônio líquido não provocou aumento nas vendas líquidas; pelo contrário como mostra o quadro as

vendas líquidas decresceram 6,8%. O mesmo ocorreu no ano de 2005; para as demais empresas a mesma linha de raciocínio é adotada.

Análise dos Resultados

A partir dos quadros calculou-se a regressão linear múltipla na busca de se saber “como K variáveis contribuem para a realização do fenômeno”. (GUERRA; DONAIRE, 1986, p. 266).

A variável X independente é a variação do patrimônio líquido e a variável Y dependente, é a variação das vendas líquidas.

Para analisar os resultados das regressões serão observadas algumas informações específicas das regressões, que são os valores de F, F de significação e o valor do R-Quadrado.

O valor de F de significação terá que ser sempre menor que o valor de F para indicar que existe uma relação significativa entre a variável Y, neste caso entre as vendas líquidas, e a variável independente X, neste caso variação do patrimônio líquido. Para todas as empresas estudadas utilizou-se um nível de significância ou erro de 5%, ou seja, nível de confiança de 95%.

Para ilustrar a relação de regressão entre essas variáveis será usada à empresa Suzano Papel e Celulose S.A.. Seu F é de 4,627721531 e seu F de significação é de 0,120569806, indicando que a relação entre as variáveis é significativa, pois o valor do F de significação é menor que o de F. O coeficiente de determinação ou o R-Quadrado da empresa indica um valor de 60,67%, ou seja, a variável estudada variação do patrimônio líquido explica aproximadamente 61% da variação das vendas líquidas.

A partir das empresas analisadas percebeu-se que na grande maioria a variável independente não explica ou explica pouco a variável dependente. Pode-se observar no Quadro 4 um resumo dos F's e dos R²s.

Quadro 4 – F calculado, F tabelado e R² das regressões

Empresa	F_{calculado}	F_{tabelado}	Existe Regres	R²
Ferbasa	21,09	0,02	Sim	87,54%
Gerdau	0,04	0,85	Não	1,47%
Metalúrgica Gerdau	0,04	0,85	Não	1,45%
Cia Siderúrgica Nacional	0,43	0,56	Não	12,64%
Aracruz	0,95	0,40	Sim	24,03%
Suzano	4,63	0,12	Sim	60,67%
Votorantin	0,49	0,53	Não	14,08%
Ambev	3,21	0,17	Sim	51,68%
Souza Cruz	1,04	0,38	Sim	25,83%

Apesar de a variável patrimônio líquido explicar pouco a variação das vendas líquidas, pode-se analisar o que aconteceria com a Cia. Suzano se ela não distribuísse dividendos. A partir dos dados da empresa estimou-se o nível de crescimento do patrimônio líquido se não ocorresse distribuição dos lucros. Nos Quadros 5 e 6 estão representados os dados financeiros reais e propostos da empresa Suzano Papel e Celulose S.A.

Quadro 5 – Suzano Papel e Celulose – situação atual

Situação Atual	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
Dividendos Distribuídos	R\$ 17,3		R\$ 43,7		R\$ 76,3		R\$ 178,6		R\$ 101,0		R\$ 182,4	
Lucro Líquido Disponível	R\$ 107,1	14%	R\$ 171,7	19%	R\$ 409,5	38%	R\$ 603,0	23%	R\$ 499,6	18%	R\$ 443,7	14%
Vendas Líquidas	R\$ 774,4	52%	R\$ 915,9	56%	R\$ 1.073,7	55%	R\$ 2.639,9	96%	R\$ 2.787,0	90%	R\$ 3.099,0	77%
Patrimônio Líquido	R\$ 1.498,0		R\$ 1.626,0		R\$ 1.959,2		R\$ 2.746,3		R\$ 3.109,5		R\$ 4.013,5	
Integr. / Desintegr. de Capital			R\$ 38,2		R\$ 205,2		R\$ 453,8		(R\$ 61,1)		R\$ 505,3	
Capital Total											R\$ 4.874,1	

Quadro 6 – Suzano Papel e Celulose – Situação Proposta

Situação Proposta	2001		2002		2003		2004		2005		2006	
Lucro Líquido Disponível	R\$ 107,1	14%	R\$ 173,6	19%	R\$ 422,7	38%	R\$ 636,4	23%	R\$ 558,2	18%	R\$ 501,6	14%
Vendas Líquidas	R\$ 774,4	52%	R\$ 925,7	56%	R\$ 1.108,1	55%	R\$ 2.786,3	96%	R\$ 3.113,5	90%	R\$ 3.503,5	77%
Patrimônio Líquido	R\$ 1.498,0		R\$ 1.643,3		R\$ 2.022,1		R\$ 2.898,5		R\$ 3.473,8		R\$ 4.537,3	
Integr. / Desintegr. de Capital			R\$ 38,2		R\$ 205,2		R\$ 453,8		(R\$ 61,1)		R\$ 505,3	
Capital Total											R\$ 5.038,9	

Na situação proposta, o ano de 2001 permanece inalterado. Para 2002, em vez de a empresa distribuir dividendos, ela reinveste o total do seu lucro. Com isso suas vendas líquidas podem crescer mais nos anos subseqüentes.

Em 2006, na situação atual, o capital total foi calculado a partir do patrimônio líquido mais o lucro líquido do mesmo ano mais a soma dos dividendos distribuídos nos anos anteriores. Na situação proposta somou-se o patrimônio líquido de 2006 mais o lucro líquido do mesmo ano. Percebe-se, então, um ganho de 3,38%.

Ou seja, empresas onde a variação do patrimônio líquido provoca variação nas vendas, não distribuir dividendos proporcionaria maior rentabilidade aos investidores.

Considerações Finais

O presente trabalho demonstrou que a distribuição de dividendos ainda é uma prática constante do mercado brasileiro. Apesar da maioria das empresas não terem suas vendas líquidas aumentadas com o aumento do patrimônio líquido, quando isso ocorre, e desde que sejam mantidas a lucratividade e a rentabilidade, o acionista tem maior rentabilidade se a empresa não distribuir dividendos, provocando crescimento econômico para as organizações.

Foi possível verificar que o maior crescimento econômico do país, bem como a lucratividade do acionista, está intrinsecamente relacionado à não distribuição de dividendos. Através do estudo feito com as empresas e somente para aquelas onde a variação do patrimônio líquido provoca variação das vendas líquidas, pode-se entender que o acionista seria mais bem remunerado se a empresa não distribuisse dividendos.

Ou seja, há relação entre reinvestimento e rentabilidade para os acionistas, desde que as demais variáveis permaneçam inalteradas, ou seja, reinvestir mais implica em proporcionar mais rentabilidade para os acionistas.

Através das teorias de mercado eficiente e mercado perfeito notou-se como uma tributação eficiente e informações precisas referente ao comportamento do mercado beneficiam a política de dividendos. Porém, sabe-se que se trata de um “mundo” hipotético; no entanto; respeitando-se as devidas proporções deste “mundo” hipotético é possível notar que a elevada tributação é um fator ruim para os acionistas, para as empresas e para a economia.

Saber o quanto distribuir de dividendos é um aspecto relevante, e o principal fator é identificar como fazer esta distribuição de maneira eficiente para as organizações e para seus acionistas. Encontrar o equilíbrio entre tributos e *payout* pode significar um elevado crescimento financeiro das organizações, econômico financeiro para o país, e melhor rentabilidade para os acionistas.

Do ponto de vista científico, foi possível corroborar a hipótese proposta onde o reinvestimento total do lucro nas organizações acarreta maior rentabilidade para os acionistas.

Este estudo incentiva a pesquisa quanto ao volume de tributação ideal, o quanto isso impactaria no crescimento econômico financeiro do país e como seria o comportamento dos acionistas frente a uma nova realidade de rentabilidade versus distribuição de dividendos.

Sugere-se que os modelos testados possam ser replicados a amostras, períodos e mesmo segmentos diferentes dos estudados neste trabalho, aumentando o número amostral e diversificando segmentos. Esmiuçar os motivos pelo qual o Brasil ainda não modificou sua estrutura fiscal e por que o empresariado brasileiro não consegue entender a distribuição de dividendos como um aspecto negativo para o desenvolvimento econômico do país.

Em relação ao aspecto profissional-acadêmico, este trabalho foi importante, pois possibilitou um aprofundamento nas questões: política de dividendos; acionista; crescimento econômico; tributação de dividendos e tributação sobre ganho de capital, o que possibilita um entendimento maior sobre o cenário brasileiro, podendo ser transmitido a todos que interessar.

Referências

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2003. 609 p.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 3ª ed. McGraw-Hill de Portugal, 1992. 980 p.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 10ª ed. São Paulo: Pearson, 2004. 745 p.

GROPPELLI, A. A; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração Financeira**. 2ª ed. São Paulo: Saraiva 2002. 496 p.

GUERRA, J. Mauri; DONAIRE, Denis. **Estatística indutiva**. 3ª ed. São Paulo: Livraria ciência e tecnologia editora, 1986. 294 p.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2004. 306 p.

_____. **Metodologia do trabalho científico**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2001. 220 p.

LEMES JÚNIOR, Antônio Barbosa; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2002. 698 p.

MARTINS, Eliseu; ASSAF NETO, Alexandre. **Administração Financeira**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 1989. 559 p.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**: corporate finance. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2002. 700 p.

ROSS, Stephen A.; WETERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**: essentials of corporate finance. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 1998. 432 p.

SANTOS, José Odálio; SILVA, Rômulo Olindo Rigon Coimbra. Análise da relação entre as variações no pagamento de dividendos no mercado de capitais brasileiro. In: SEMEAD DA FEA/USP, 10º, 2007, São Paulo.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Administração Financeira**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 1997. 283 p.

SOLOMON, Ezra; PRINGLE J. John. **Introdução à administração financeira**. 1ª ED. São Paulo: Atlas, 1981. 515 p.

BOVESPA. **Empresa para investidores**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Empresas/InformacoesEmpresas/FormConsultaEmpresas.asp?>>>. Acesso em: 18 out. 2007.