

Criação de Valor

Stern Stewart & Co.

Dividendos que fazem diferença

Uma política de distribuição de lucros não deve ter por objetivo apenas agradar o mercado

Qual é o nível adequado de pagamento de dividendos por uma empresa? Quais os fatores que afetam a decisão de quanto pagar em dividendos? A política de dividendos agrega valor?

Apesar da relevância das perguntas acima, o que se vê normalmente no Brasil é o que se pode chamar de uma “Não-Política de Dividendos”. Isto é, grande parte das S. A. de capital aberto tem como “política” adequar-se à lei, distribuindo o percentual mínimo legal (25%) sobre o lucro, sem se questionar sobre as expectativas dos investidores ou sobre a sustentabilidade desta estratégia financeira. Estudo recente da Stern Stewart comprova que, de 1994 a 2003, o percentual das S.A. de capital aberto que distribui o mínimo de dividendos requerido por lei varia entre 50% e 60% da amostra pesquisada.

Na prática, o estabelecimento de uma política de dividendos passa, necessariamente, por uma análise criteriosa das estratégias da empresa, de seu portfólio de novos investimentos, dos riscos a que está exposta e de suas condições de geração de caixa e financiabilidade. A análise integrada destas estratégias financeiras tem sido utilizada com sucesso pelas empresas na vanguarda da política ativa de dividendos, objetivando sempre a maximização dos fluxos de caixa livres, e não dos lucros contábeis, aos acionistas.

De fato, o que deve nortear a política de dividendos é, sem dúvida, o plano de negócios da empresa, que passa pela análise, dimensionamento e classificação dos melhores projetos de investimento (aqueles que possuem Valor Presente Líquido positivo dos fluxos de caixa). Contudo, as decisões relativas a estes investimentos têm influências diretas na capacidade de endividamento, nas necessidades adicionais de caixa e no perfil de risco ao qual a empresa está exposta.

Assim, o aumento no pagamento de dividendos, como forma de remunerar os acionistas, não deve ter como objetivo simplesmente “agradar ao mercado”. Definir e comunicar com transparência a política de dividendos de uma empresa significa muito mais que um simples sinal de boa governança; demonstra, acima de tudo, a responsabilidade da gestão com o capital investido e a preocupação com a criação de valor. Com isso, iniciativas inovadoras para padrões brasileiros como a anunciada pela VCP ao final do ano passado, a Aracruz recentemente, ou a utilizada pelas Lojas Americanas desde 2002, merecem destaque e se diferenciam das práticas passivas das empresas que ainda têm uma visão miópica sobre a política de dividendos.

OS DIVIDENDOS E O VALOR DA EMPRESA - O arcabouço teórico a respeito das decisões de financiamento e distribuição de resultados tem origem nos artigos dos prêmio-Nobel Franco Modigliani e Merton Miller (1958 e 1961). A base destes artigos é a famosa proposição da irrelevância de tais políticas, ou seja: “o valor de mercado de uma empresa não varia com a forma como a empresa se financia ou com o quanto decide pagar em dividendos”. Diversos estudos posteriores, contudo, focados no relaxamento destas premissas, concluem justamente o contrário: as políticas de financiamento e de dividendos afetam o valor da empresa!

Um artigo largamente citado na literatura de finanças modernas a respeito desta questão foi elaborado pelos professores Clifford Smith, Michael Barclay e Ross Watts, da Universidade de Rochester. Nele, os professores elencam, através de testes empíricos, os principais fatores determinantes das políticas de financiamento e dividendos das empresas. De forma geral, os impostos, a probabilidade de a empresa enfrentar dificuldades financeiras (Financial Distress) e a possibilidade de ser forçada a deixar de investir em projetos que criam valor lideram a lista de pontos a serem observados. Outro efeito importante está ligado aos sinais emitidos ao mercado quando uma empresa modifica sua política de dividendos.

Peter Jancso (Senior Vice President) e José Guilherme Souza (Senior Associate)

