

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
Pró-Reitoria de Pesquisa

Projeto de Pesquisa - Iniciação Científica

**Análise da Relação entre Lucros, Dividendos e Recompra de
Ações no Setor Petrolífero**

Analysis of Relation between Earnings, Dividends and Stock Repurchases in the Petroleum Industry

Área do Conhecimento: Ciências Sociais e Aplicadas - Ciências Contábeis

Palavras: política de dividendos, recompra de ações, setor petrolífero, contabilidade financeira.

Unidade: FEARP-USP

Orientador:

Pesquisadores: 1

Resumo:

A possibilidade de recomprar suas ações próprias, que apresentam um preço muito abaixo do seu suposto valor justo, representa em alguns casos uma tentativa da gestão da empresa em sinalizar sua confiança no negócio para que indiretamente possa ocasionar uma elevação futura da cotação do título patrimonial. Várias pesquisas apontam a recompra de ações com uma extensão da política de dividendos da empresa, onde nesta pesquisa pretende-se analisar a relação entre os resultados, a política de pagamento de dividendos e os programas de recompra de ações das empresas petrolíferas face diferentes situações econômicas de preços do petróleo no mercado internacional.

Julho 2017

Introdução

Além de serem empresas norte-americanas, terem ações negociadas na bolsa de Nova York, e sobreviverem a Grande Depressão do final dos anos 20 (1929), o que haveria em comum nestas 5 empresas: Coca-Cola, Procter & Gamble, Stanley Black & Decker, PPG Industries e, Exxon Mobil?

A resposta é que, desde a grande depressão americana, todas elas nunca deixaram de pagar, se quer um único ano, os dividendos aos seus acionistas (Ilustração 1).

Ilustração 1 – Empresas e Histórico de Dividendos

Empresa	Desde quando pagam dividendos
Stanley Black & Decker	1877
Exxon Mobil	1882
Procter & Gamble	1891
Coca-Cola	1893
PPG Industries	1899

Em 2016, desde a Grande Depressão americana a empresa petrolífera Exxon Mobil teve pela primeira vez seu rating de crédito reduzido para AA+ pela S&P. A classificadora atribuiu a redução do rating ao tamanho das dívidas obtidas pela Exxon para financiar as necessidades de capital nos projetos iniciados em um ambiente de elevado nível de preços do petróleo, dividendos, e a recompra de ações que substancialmente excederam a geração interna de caixa da petrolífera. Atrelados a isso há ainda a redução da taxa de reposição das reservas provadas de petróleo da empresa.

Reter lucros ou distribuir dividendos? Pagar dividendos em caixa ou recomprar as ações? Essas são decisões importantes para qualquer empresa em qualquer indústria ou país. Para o setor petrolífero o pagamento de elevados e crescentes dividendos se assegura pela tradição do setor e sobretudo pelas grandes margens de lucros dos empreendimentos petrolíferos.

Distribuir altos dividendos reflete também na forma como as empresas decidem se financiar, já que elevados dividendos acarretam em redução do financiamento interno – retenção de lucros, e como preconiza a teoria do *Pecking Order* proposta por Myers (1984), que considera a existência de uma hierarquia nas fontes de financiamento:

1. Retenção de lucros;
2. Dívidas e;
3. Novas ações.

Tradicionalmente as empresas petrolíferas são excelentes distribuidoras de resultados – pagadoras de dividendos, como pode-se observar na ilustração 2, que apresenta o índice payout -

pagamento de dividendos sobre o lucro líquido do exercício, das 18 maiores empresas petrolíferas integradas e com títulos negociados na Bolsa de Valores de Nova York, durante os anos 2000 até 2010. Porém tal afirmativa contrapõe, temporalmente, a opinião de Ross (2002) de que empresas petrolíferas, após a seleção de todos os projetos com valor presente líquido positivo, preferem realizar projetos com VPL negativo ao invés de pagar dividendos.

Ilustração 2 – Payout das Maiores Petrolíferas de Capital Aberto 2000 - 2010

Empresas	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Média
YPF S. A	26%	202%	1%	65%	108%	91%	53%	58%	238%	133%	77%	95%
Chevron Corporation	34%	83%	262%	42%	24%	27%	26%	26%	22%	51%	30%	57%
British Petroleum (BP)	44%	74%	77%	54%	35%	33%	34%	38%	48%	63%	79%	53%
ENI S.p.A.	29%	37%	63%	51%	38%	55%	42%	42%	51%	78%	49%	49%
Marathon Oil Corporation	88%	212%	55%	23%	28%	14%	10%	16%	19%	47%	27%	49%
StatoilHydro ASA	11%	33%	37%	38%	26%	37%	44%	58%	63%	130%	51%	48%
Royal Dutch Shell plc	43%	50%	57%	52%	38%	40%	31%	28%	36%	83%	47%	46%
Repsol International Capital Limited	32%	109%	24%	31%	21%	21%	25%	28%	45%	102%		44%
PetroChina Company Limited	19%	59%	38%	43%	33%	39%	47%	45%	45%	51%	37%	41%
TOTAL S.A.	24%	30%	42%	37%	20%	23%	33%	33%	45%	59%	47%	36%
Exxon Mobil Corporation	35%	41%	54%	30%	27%	20%	19%	19%	17%	41%	27%	30%
Petrobras - Petróleo Brasileiro S.A.	9%	48%	43%	14%	29%	20%	25%	29%	24%	45%	27%	29%
China Petroleum	3%	42%	53%	35%	21%	23%	20%	24%	45%	20%	21%	28%
Murphy Oil Corporation	22%	20%	64%	25%	11%	10%	15%	17%	10%	23%	25%	22%
Suncor Energy Inc.	19%	19%	16%	12%	10%	9%	4%	6%	8%	35%	17%	14%
Petro-Canada	13%	13%	11%	6%	9%	10%	12%	9%	10%			10%
Hess Corporation	5%	10%	-49%	17%	16%	13%	8%	7%	6%	16%	6%	5%
ConocoPhillips	21%	27%	-248%	24%	16%	12%	15%	22%	-17%	64%	28%	-3%
Média	27%	62%	33%	33%	28%	28%	26%	28%	40%	61%	37%	

Se naturalmente os investidores parecem preferir dividendos mais estáveis, e diante do cenário pouco otimista para o preço atual e futuro do barril do petróleo, os resultados nas petrolíferas sugerem-se menores, assim os dividendos e as recompras de ações só serão mantidos com novas captações – ações ou dívidas, porém em momentos em que a economia está desacelerada e as bolsas de valores refletem esta situação econômica e, em casos mais extremos como os observados recentemente no mercado internacional e com reflexos também aqui na recente crise de 2008, em que as ações das empresas brasileiras na BM&FBovespa (B3) perderam muito valor de mercado, aparentemente as empresas, temendo uma desvalorização excessiva de seus títulos, abriram vários processos de recompra de suas ações na bolsa paulista.

Nestes casos Ross (2002) afirma que na verdade a recompra se trata de uma oportunidade de investimento da empresa face a sobra de caixa, já que há uma reação favorável e imediata do mercado de ações ao anúncio de uma recompra (Vermaelen, 1981; Moreira e Procianny, 2000).

Ross (2002) afirma que a recompra de ações também é uma alternativa à distribuição de lucros sob a forma de dividendos em dinheiro, já que representa um complemento à política de dividendos, onde os dividendos são tributados na pessoa física do acionista.

Com a posse das ações a empresa pode decidir guardá-las em tesouraria ou cancelá-las. Teoricamente cada uma dessas alternativas apresenta consequências em sua utilização:

- Em tesouraria, a empresa aumenta a liquidez das ações e o lucro por ação não é alterado, pois o número de ações continua o mesmo. Nestes casos as ações podem ser usadas para conceder benefícios através de opções aos executivos e, o comportamento do preço das ações influencia o resultado da empresa.
- No cancelamento, a empresa reduz a liquidez das ações, o lucro por ação se eleva devido ao número reduzido de ações e o acionista remanescente é beneficiado. Com o cancelamento a empresa fica liberada para fazer um novo programa de recompra.

Objetivos

A decisão de recomprar e cancelar as ações representa um aumento potencial na remuneração dos acionistas remanescentes – o lucro total distribuído é repartido por um número menor de ações, portanto, haverá um aumento do lucro por ação. Entretanto, se no momento da decisão a economia viver uma crise de crédito, seria este o melhor momento ou a melhor decisão a ser tomada? Haja vista a aplicação do reduzido caixa da empresa.

A justificativa para tais operações está na tentativa da empresa em sinalizar sua própria confiança no negócio, indicando aos investidores que os preços dos papéis estão abaixo do valor justo. Teoricamente essa decisão deveria aumentar o preço das ações em virtude do conjunto de informações possuídas pela empresa em relação ao seu negócio. Entretanto, as cotações das ações das empresas podem apresentar uma redução do preço durante os programas de recompra.

Assim, esta pesquisa pretende investigar os resultados alcançados pelas empresas petrolíferas, quanto elas distribuíram de dividendos pagos em caixa, e quanto de recursos elas envolveram nos programas de recompra de suas ações? Com o intuito de analisar a relação entre a situação econômica da empresa no momento da recompra e os preços do petróleo no mercado internacional.

Finalidade e Relevância

Espera-se que com os resultados dessa pesquisa possamos de fato entender os fatores predominantes para um programa de recompra de ações e a política de dividendos em diferentes situações de preços do petróleo.

Materiais e Métodos

Nesta pesquisa será realizado um estudo exploratório sobre as principais teorias sobre as políticas de dividendos e os fundamentos que levam as empresas a realizarem ofertas públicas de compra de suas próprias ações, com o intuito de identificar e analisar empiricamente, do ano 2000 ao ano de 2017, quais são os fatores, se é que eles existem, determinantes para apurar a realização das recompras. Portanto, a amostra será composta por empresas petrolíferas que fizeram distribuição de resultados através do caixa e também daquelas que realizaram programas de recompra de ações no período especificado.

Resultados Esperados

Esperamos realizar uma análise das escolhas das empresas quanto a distribuir caixa ou recomprar suas ações diante de diferentes cenários de preços do petróleo, com o intuito de identificar os fatores determinantes e momento que leva as empresas petrolíferas a realizar programas de recompra de ações, já que o setor sofre com as oscilações do preço do petróleo no mercado internacional.

Atividades a Serem Desenvolvidas

1. Levantamento das operações de recompra de ações pelas empresas petrolíferas.
2. Levantamento dos dividendos e lucros.
3. Estudo exploratório sobre os resultados das ofertas de recompra de ações.
4. Análise da relação entre os lucros e a política de pagamentos de dividendos.
5. Análise da relação entre a política de dividendos e os programas de recompra de ações no setor petrolífero.

Cronograma

Atividade	Set-Out	Nov-Dez	Jan-Fev	Mar-Abr	Mai-Jun	Jul-Ago
------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------	----------------

Preparação do aluno	X					
Plano de ação	X					
Estudo exploratório sobre dividendos	X					
Estudo exploratório sobre recompra de ações		X				
Conhecimento da indústria		X				
Mapeamento das operações de recompra		X				
Proposta de banco de dados			X			
Definição das variáveis relevantes			X			
Definição de Modelo Econométrico			X			
Testes estatísticos				X		
Análise dos resultados					X	
Consolidação de relatórios e banco de dados					X	
Relatório final						X

Referências Bibliográficas

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, July 1984.

MOREIRA, L. F.; PROCIANOY, Jairo L. Recompra de Ações na Bovespa. Congresso Abamec, Anais, 2000.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 2002.

VERMAELEN, T. *Common Stock Repurchases and Market Signaling*. *Journal of Financial Economics*, 9, 1981.