

Universidade de São Paulo
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Pós-Graduação em Administração

Tese
de
Doutorado

UFRGS
Faculdade de Ciências Econômicas
Biblioteca Cláudio W. do Amaral
Av. João Pessoa, 52
90040-000 - Porto Alegre - RS - Brasil

**Os Conflitos de Agência entre
Controladores e Minoritários nas Empresas
Brasileiras Negociadas na Bolsa de
Valores de São Paulo: Evidências através
do Comportamento da Política de
Dividendos após as Modificações
Tributárias ocorridas entre 1988-1989**

UFRGS
Escola de Administração
BIBLIOTECA
R. Washington Luiz, 655
Fone: (51) 316-3840 - Fax: (51) 316-3991
CEP 90010-460 - Porto Alegre - RS - Brasil

Aluno: Jairo Laser Procianoy

Prof. Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

Junho, 1994.

Faculdade de Ciências Econômicas
Biblioteca Cláudio W. do Amaral

Aos Meus pais,
Aos Meus Amigos,
Aos Meus Professores,
Aos Meus Alunos,
Aos Meus Clientes.
Todos me ajudaram a chegar até aqui.

AGRADECIMENTOS

Devo a realização desta tese de Doutorado a muitas pessoas:

- Aos meus Professores do Curso de Doutorado que ajudaram durante toda a minha caminhada. Eles me auxiliaram a solidificar os conhecimentos através de aulas teóricas e de discussões muito importantes para a obtenção do progresso na vida, docência, consultoria e discência.

- Um especial agradecimento ao meu orientador, Prof. Rubens Famá. O caminho de construção de uma tese devo a ele.

- Aos colegas Professores do Setor de Finanças do Departamento de Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, nas pessoas do Prof. Gilberto de Oliveira Kloeckner, chefe do setor, e Prof. Ernani Tadeu de Oliveira, chefe do departamento. A dispensa parcial das atividades docentes foi muito importante.

- Aos novos colegas Professores do Setor de Finanças do Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, nas pessoas do Prof. Almir Ferreira de Souza, chefe do setor, e Prof. Marcos Campomar, chefe do departamento. O constante incentivo foi decisivo.

- À Profa. Maria Tereza Fleury por seu incentivo quando da coordenação do Pós-Graduação.

- Ao Prof. José Mazzon por me ajudar a desvendar os caminhos da análise multi-variada.

- Aos Profs. Walter Lee Ness Jr. e Yakov Amihud pelas apostas que fizeram neste trabalho deste o seu nascedouro.

- À Regina Pinheiro e à Maria Izabel M. da Silva a ajuda na obtenção dos dados deste trabalho.

- À Beatriz Trois Cunha Poli pelas discussões quando da possibilidade que tive de orientar seu trabalho de mestrado.

- À Ester Mambrini pela passenciosa revisão dos conceitos desta língua maravilhosa que é a brasileira.

- Um especial muito obrigado à Erica Marques por sua constante ajuda na gestão da minhas coisa particulares e profissionais. Não é fácil ser uma ótima secretária.

SUMÁRIO

	pág.
AGRADECIMENTOS	II
SUMÁRIO	III
LISTA DE FIGURA E TABELAS	V
RESUMO	1
ABSTRACT	3
INTRODUÇÃO.....	4
1- O PROBLEMA	8
2- JUSTIFICATIVA	10
3- TEORIA DA AGÊNCIA	12
3.1- Adaptação da Teoria sobre os Conflitos de Agência para a Realidade Brasileira	15
4- O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO	17
5- POLÍTICA DE DIVIDENDOS - UMA REVISÃO TEÓRICA	22
5.1- Influência da Tributação nos Dividendos	23
6- ASPECTOS LEGAIS DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL	26
7- AS MODIFICAÇÕES TRIBUTÁRIAS OCORRIDAS ENTRE 1988-1989 ..	35
8- A ATITUDE ESPERADA POR PARTE DOS GESTORES FINANCEIROS ..	38
8.1- Exemplo Numérico	38
8.2- Aspectos a Considerar	39
9- METODOLOGIA	42
9.1- Hipóteses a serem Testadas	42
9.2- Amostra Trabalhada	44
9.3- Medidor Utilizado	46
9.4- Instrumental Utilizado	47
10- RESULTADOS OBTIDOS	50
11- POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA AS ATITUDES DOS GESTORES ...	61

	IV
12- CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	64
BIBLIOGRAFIA	68
Anexo I - Demonstração dos Ganhos com a Recapitalização e da Indiferença do ILL sobre a Política de Dividendos	70
Anexo II - Análise Estatística Descritiva para as Empresas cujo Índice Payout cresceu	74

LISTA DE FIGURA E TABELAS

	pág.
Figura 1 - Análise de Correspondência entre Anos e <i>Payout</i>	52
Tabela 1 - As Companhias Brasileiras e seus <i>Payout</i> entre 1987 e 1992	28
Tabela 2 - Análise dos <i>Payout</i> , segmentação por ocorrência	30
Tabela 3 - Coeficientes Angular, Linear, de Determinação, de Correlação e Níveis de Significância	54
Tabela 4 - Análise dos <i>Payout</i> , Exame Qualitativo dos Incrementos	57
Tabela 5 - Análise das Médias Anuais de <i>Payout</i>	59
Tabela 6 - Análise das Médias Anuais para as Empresas cujo Índice <i>Payout</i> cresceu	74

RESUMO

As decisões corporativas quanto ao pagamento dos dividendos eram consideradas decisões simples. Entretanto, sob o efeito de eventuais modificações tributárias, estas decisões devem sofrer correções objetivando a maximização da riqueza dos acionistas.

Vários autores consideram a existência de efeitos da tributação sobre o pagamento dos dividendos. Outros, devido a possibilidades de encontrar caminhos alternativos para a redução dos impostos, explicam que os gestores não consideram os impostos nas suas decisões.

Devido às modificações tributárias ocorridas entre 1988 e 1989, da tributação na fonte de 23% sobre os dividendos no período anterior a 1988 para a tributação de 25% sobre os ganhos de capital no período posterior, o Brasil passou a ser um excelente cenário para testar as atitudes dos gestores no que se refere à importância dos tributos sobre a decisão de distribuição ou retenção dos dividendos.

É sugerido um plano para aumentar a distribuição de dividendos e, concomitantemente, emissão de novas ações como meio de reduzir a tributação para os investidores, maximizando suas riquezas, e possibilitando a recapitalização da empresa.

Este estudo, realizado entre os anos de 1987 e 1992, mostra que as atitudes por parte dos gestores aumentaram os *payout* após 1989 quando comparados ao período anterior às modificações tributárias. Mas o estudo demonstrou que a distribuição de dividendos não foi suficientemente incrementada, gerando uma obtenção apenas parcial das vantagens fiscais que poderiam ser

obtidas no caso de uma plena utilização da distribuição de dividendos.

Depois de sugerir algumas possíveis explicações para estes fatos, a conflituosa relação de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários é considerada a real explicação para o pouco incremento dos níveis de *payout* na distribuição dos dividendos das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

ABSTRACT

Corporate dividends decisions made by managers were considered a simple matter. Under the effect of tax modifications, those decisions should undergo corrections towards shareholder maximization. Many authors consider the existence of a positive effect. Others, due to myriad ways to reduce shareholders taxation, explain that managers do not take taxation into consideration.

Due to 1988-1989 tax modifications, from only 23% non-personal compensation dividends tax to only 25% non-personal compensation net capital gains tax, Brazil has become an excellent scenario to test managers attitudes.

Suggesting a plan to improve cash dividends payout and, simultaneously, to issue new shares as a way to reduce investors taxation and maximize shareholders wealth.

This study, carried out from 1987 until 1992, shows that managers attitudes improved their companies dividends payout ratio after 1989 when comparing to prior period. But, it found that they did not improve dividends payout as much as possible, failing to take maximum advantage of tax modifications.

It raises some possible explanations and suggests agency relationship problems between main and minor shareholders as the real explanation.

INTRODUÇÃO

A extensa literatura relativa à influência da tributação sobre a política de dividendos das empresas indica as diferentes interpretações sobre o tema.

Alguns autores defendem a idéia de que a tributação pode influenciar tanto nas decisões dos gestores quanto ao nível de pagamento de dividendos, como nos desejos dos investidores em comprar determinadas ações, do que ambas dependem da política de dividendos executada pelas empresas.

Outros autores, por sua vez, opõem-se a esta interpretação, e um terceiro grupo de autores explica que, devido a táticas aplicáveis por parte dos investidores para reduzir seus impostos, é muito difícil verificar a importância da tributação nas decisões corporativas de distribuição de dividendos e nas decisões dos investidores.

Os aspectos divergentes em relação ao tema é um forte indicativo da pertinência do aprofundamento desta questão.

Assim, e devido às modificações tributárias ocorridas no Brasil entre 1988 e 1989, que deixaram de tributar a distribuição de dividendos e passaram a tributar os ganhos de capital, o cenário brasileiro forma um ótimo lastro para testar a ocorrência ou não de modificações na política de distribuição de dividendos das companhias abertas, cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

A atitude tomada pelos gestores destas companhias, como resultante da modificação tributária brasileira, mostrará o seu desejo em maximizar a riqueza de seus acionistas. A maximização

desta riqueza será diretamente proporcional à atração de novos investidores e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Caso seja verificado que a atitude dos gestores não é coerente com a maximização da riqueza de seus acionistas, se estaria diante de um conflito de agência real entre os tomadores de decisão das empresas e seus acionistas. Como no Brasil os tomadores de decisão são os acionistas controladores e os gestores - quando não o são os mesmos personagens - se poderia dizer que o conflito se dará entre os acionistas majoritários e os minoritários.

Este momento de modificação tributária é ímpar no cenário mundial, pois apresenta duas posições completamente antagônicas antes e depois das reformas tributárias, formando o cenário ideal para a verificação proposta por este trabalho.

A relevância deste tema é indiscutível, especialmente neste momento em que as empresas tentam atrair a maior quantidade possível de investidores estrangeiros. A busca do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passa por sua globalização, onde investidores mais exigentes irão avaliar as atitudes dos gestores financeiros na busca, ou não, da maximização de suas riquezas.

A economia fiscal possibilitada aos investidores como decorrência de uma política de distribuição de resultados a ser praticada pelas empresas é, no mínimo, a garantia de recursos que serão desviados da tributação para permanecerem no mercado de capitais. Na economia brasileira, onde as poupanças internas são muito escassas, é muito importante poder reduzir o fluxo de

recursos da tributação para o mercado acionário e é também uma das formas de buscar o crescimento deste mercado.

Efeitos como a valorização do preço das ações e a conseqüente queda no custo de capital para as empresas poderão resultar na aceitação de um grande número de novos projetos de investimentos que, de outra forma, não seriam aceitos. A resultante seria o crescimento da economia como um todo e o desenvolvimento da nação. O círculo vicioso da falta de recursos para que o país ultrapasse a barreira do subdesenvolvimento poderia começar a ser quebrada com atitudes que dependem tão-somente da vontade dos gestores financeiros das empresas.

O desconhecimento das possibilidades oferecidas pela legislação fiscal e pela criatividade, aliado à pouca valorização dada até o momento à política de dividendos, podem ser um dos motivos para a não aplicação das propostas mais adiante sugeridas.

No Capítulo 1, será focalizado o problema do trabalho, ou seja, a verificação da existência de um conflito de agência nas empresas brasileira através do estudo do incremento, ou não, do nível de dividendos pagos por parte das empresas após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989. No Capítulo 2, serão apresentadas as motivações que encaminham à análise do tema deste trabalho. No Capítulo 3, será apresentada uma revisão da Teoria de Agência e a sua adaptação à realidade brasileira. No Capítulo 4, serão apresentadas as características do mercado de capitais brasileiro juntamente com a importância do estudo para o seu desenvolvimento. No Capítulo 5, será realizada uma revisão da literatura sobre política de dividendos e quanto à

influência, ou não, da tributação. O Capítulo 6 discorrerá sobre as características legais que envolvem a distribuição de dividendos no Brasil. No Capítulo 7, serão apresentadas as modificações tributárias ocorridas no período entre 1988 e 1989 que poderiam influenciar o pagamento de dividendos. No Capítulo 8, será apresentada a atitude esperada por parte dos gestores financeiros, um exemplo numérico e os pontos que merecem maior consideração. No Capítulo 9, será proposta uma metodologia que norteará os testes a serem realizados, a amostra trabalhada e o medidor e instrumental utilizados. O Capítulo 10 demonstrará os resultados obtidos. Finalmente, no Capítulo 11, será concluída a análise do problema proposto, indicando sugestões de estudos para um maior conhecimento do assunto.

1- O PROBLEMA

O objetivo deste trabalho é demonstrar o conflito de agência existente entre os controladores/gestores das empresas brasileiras - cujas ações são negociadas em bolsas de valores - e os seus acionistas minoritários.

O instrumento de medida deste conflito de agência será a política de distribuição dos resultados das empresas, em função de ser um elemento que tem recebido pouca importância por parte dos gestores das empresas, e pela existência de uma modificação radical na política fiscal de tributação.

Será demonstrado que os controladores têm um forte incentivo para reter a maior parcela possível dos lucros de suas empresas, sem distribuí-los, mesmo que isto venha a prejudicar a maximização da riqueza dos acionistas em geral.

A retenção dos recursos pelo acionista controlador na empresa representa uma redução do risco financeiro, menor alavancagem financeira, mais capital próprio para a mesma ou menor quantidade de recursos de terceiros. Representa também uma possibilidade de recursos para o crescimento da empresa que beneficiará a todos, mas em especial ao controlador que terá poder de mando sobre uma quantidade maior de recursos.

Devido à possibilidade, expressa em lei, de emissão de até dois-terços do capital total em ações sem direito a voto e que conseqüentemente, para a detenção do controle da empresa é necessário tão-somente 16,7% do capital total, pode-se verificar que a distribuição de dividendos será \$1 para o controlador e \$5 para os demais acionistas. No entanto, caso este montante seja

retido pela companhia, o controlador terá poder sobre o volume total de recursos, \$6.

Inversamente ao imaginado, quando a situação econômico-financeira das empresas não se apresenta favorável, pode-se verificar um acréscimo no nível dos dividendos pagos, cuja explicação será única e exclusivamente o interesse destes mesmos acionistas controladores em sinalizar que os tempos difíceis irão passar e que o fraco desempenho é momentâneo.

2- JUSTIFICATIVA

A busca do desenvolvimento do mercado acionário brasileiro e de sua integração à comunidade financeira internacional são palavras de ordem nos anseios das empresas brasileiras.

Muito se argumenta que a falta de poupanças internas e que o risco econômico-político-social do Brasil seriam as causas da pouca valorização das ações negociadas em bolsas de valores. No entanto, muito pouco se tem feito para mensurar e eliminar os focos de possíveis conflitos de interesses existentes entre acionistas controladores e minoritários.

A primeira colocação feita pelos participantes deste mercado é a total inexistência destes possíveis conflitos. Tal tipo de atitude leva à miopia total - quando se fala nos custos provocados por estes conflitos - e à consequência imediata de reduzir os preços das ações nas bolsas de valores. Na dúvida, os investidores irão tentar se proteger precificando as ações como se o conflito existisse.

A motivação para o estudo proposto é a verificação e, em caso positivo, a comprovação da existência dos conflitos de agência entre acionistas controladores e os minoritários de suas empresas na realidade do mercado de capitais brasileiro. Poder eliminar a miopia existente é um grande passo para o amadurecimento deste mercado. O objetivo deste estudo relaciona-se também à possibilidade de contribuir com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Cabe lembrar que a CVM apresentou um novo projeto para modificação da Lei das Sociedades por Ações, até o momento ainda

não aprovado. Neste sentido, a intenção é poder fornecer alguns subsídios para que as modificações a serem implementadas tenham em vista a redução dos possíveis custos de agência existentes sem, no entanto, inviabilizar a possibilidade de crescimento das empresas brasileiras, diminuindo a fonte de recursos tão necessária para este fim.

A busca da maximização da riqueza dos acionistas deve ser restabelecida como um dos pontos fortes a serem seguidos pelos gestores financeiros. O benefício dos controladores não será bem visto por seus acionistas minoritários e, no longo prazo, reverterá contrariamente ao próprio controlador.

Através do melhor conhecimento das políticas de distribuição de lucros nas empresas brasileiras poder-se-á chegar a modelos mais adequados para a precificação das ações, pois caso exista o conflito de agência refletido na distribuição de dividendos, o modelo de Gordon não será aplicável à realidade brasileira.

O objetivo de aumentar o conhecimento existente sobre as atitudes gerenciais das companhias brasileiras negociadas nas bolsas de valores quanto à política de dividendos, deverá conduzir à redução dos custos e ao aumento dos preços das ações, bem como à análise da aplicabilidade de modelos teóricos de finanças desenvolvidos em outros mercados, permitindo, assim, a entrada de recursos externos e o ingresso das empresas brasileiras no processo de globalização da economia.

3- TEORIA DA AGÊNCIA

Estudiosos da teoria da firma como COASE (1937), ALCHIAN & DEMSETZ (1972) entre outros, abordaram de forma pioneira a natureza da firma, no que se refere à consideração dos aspectos internos à empresa.

ALCHIAN & DEMSETZ (*op.cit.*) estabeleceram que a noção das atividades internas da empresa estaria fundamentada em um conjunto de relações contratuais, não enfatizando a imagem do empreendedor como a figura-chave para a alocação de recursos dentro da empresa, como o fez COASE (*op.cit.*).

Apesar de algumas diferenças no que diz respeito à forma de alocação dos recursos, os estudiosos do direito de propriedade e da natureza da firma concordam no que se refere à função dos contratos: especificar os direitos de indivíduos participantes de qualquer organização.

JENSEN & MECKLING (1976) seguem a corrente de raciocínio iniciada por COASE (*op.cit.*), estendendo a análise para as implicações comportamentais oriundas dos direitos especificados nos contratos entre proprietários e administradores de uma firma. O estudo dessa idéia originou o modelo da teoria da agência desenvolvido pelos autores.

Esses autores afirmam que as relações contratuais definem a essência da firma. E declaram que a empresa é uma forma de ficção legalizada que serve como foco para um processo complexo, no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos (sendo que alguns indivíduos podem representar organizações), estão em equilíbrio dentro de uma estrutura de relações contratuais.

Considerando que a empresa é um conjunto de relações, estes autores citam um tipo específico de relação, denominado relação de agência, definindo-a como um contrato onde uma ou mais pessoas (principal) contratam uma outra pessoa (agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, existindo a delegação da autoridade de decisão para o agente.

A relação de agência tal como é definida por JENSEN & MECKLING (*op.cit.*), evidencia a separação entre a propriedade e o controle de uma empresa. É justamente nessa separação que se origina o problema de agência, cuja existência relaciona-se ao fato de que os indivíduos participantes de uma relação de agência são todos maximizadores das suas próprias utilidades, sendo essas distintas entre si. O principal quer a maximização de sua riqueza, expressa pela valorização das ações da empresa na bolsa de valores. Por outro lado, o agente quer realizar o aumento de sua riqueza, assim, ele buscará o máximo consumo possível às expensas da empresa, tais como viagens de primeira classe, escritório de luxo, motorista para as necessidades próprias e de seus familiares.

BARNEA, HAUGEN & SENBET (1985) apontam o problema de agência de forma similar, considerando que o agente, baseado na premissa de comportamento congruente com seus próprios interesses, não investirá os seus melhores esforços, a menos que o investimento seja consistente com a maximização da sua própria riqueza.

Colocando essa análise em termos de expectativas e considerando que as funções "utilidade" das partes envolvidas na relação de agência não são coincidentes, pode-se afirmar que os esforços do agente nem sempre estarão em um ponto ótimo de

maximização da utilidade do principal. O conflito de interesses daí resultante é potencial, e decorre da expectativa de que o agente maximizará, primeiramente, a sua própria utilidade ao invés da do principal.

Mas para que o conflito potencial de interesses se transforme em conflito real, é necessária a existência de incentivos. Em JENSEN & MECKLING (*op.cit.*) esses incentivos são classificados de acordo com a ênfase de cada tipo de relação de agência, que se refere ao capital próprio ou ao endividamento.

BARNEA, HAUGEN & SENBET (*op.cit.*), adotam a mesma classificação e relacionam os problemas de agência da seguinte forma: no que se refere ao capital próprio, os problemas de agência emergem com o consumo excessivo de gratificações por parte dos gestores às custas dos donos do capital, e com a existência de assimetria informacional entre ambos, fazendo com que os primeiros sejam melhor informados que os segundos; e no que se refere ao endividamento, os autores citam o incentivo relativo ao risco, ao investimento e aos problemas de falência. Nestes casos, o agente coloca a sua posição em perigo ao tomar dívidas e decidir investimentos mais duvidosos e, assim, aumentar a possibilidade de falência da empresa.

Segundo JENSEN & MECKLING (*id.ib.*), os custos de agência têm origem no fato de o principal esperar do agente um comportamento que esteja de acordo com os objetivos do primeiro. O agente, ao tentar provar que está agindo de acordo com os interesses do principal, também incorre em custos.

No entanto, existem as mais diversas relações de agência, e para cada relação poderá existir um conflito gerador de um

custo. As análises giram em torno de um ponto ótimo, no qual ocorra a diminuição dos custos totais de agência.

Deve-se considerar ainda que existem estudos de formas de controle para a diminuição dos custos de agência, como o de FAMA (1980), que considera a utilização do mercado de capitais como fator de controle, e o de JENSEN (1986), que aponta para a diminuição do fluxo de caixa livre das empresas e para os *take-overs* como instrumentos com os mesmos objetivos.

3.1- Adaptação da Teoria sobre os Conflitos de Agência para a Realidade Brasileira

JENSEN & MECKLING (*op.cit.*) analisaram o conflito de interesses entre o principal e o agente em duas situações básicas: *acionista versus administrador* e *acionista versus credor*.

O conflito de interesses que é alvo do presente estudo refere-se a outra relação de agência: à existente entre os controladores *versus* investidores minoritários.

Considerando o fato de existirem controladores bem definidos nas empresas cujas ações são negociadas nas bolsas de valores brasileiras, e a possibilidade de emissão de até dois-terços do capital total de uma empresa na forma de ações preferenciais resultando na possibilidade de controlar um empreendimento com apenas 16,7% do seu capital total, pode-se afirmar que esse cenário propicia a geração de um conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários.

O poder exercido pelo controlador destas empresas irá determinar, ou pelo menos influenciar significativamente, a

atitude da administração. Seria possível encontrar atitudes por parte da administração/controlador que não sejam maximizadoras da riqueza dos acionistas como um todo, mas sim maximizadoras dos interesses do controlador.

A existência destes conflitos de agência na realidade brasileira não tem sido alvo de pesquisas acadêmicas e as suas reais conseqüências podem ditar um comportamento bastante diferente daquele apresentado na literatura financeira.

Um dos raros exemplos de estudos que envolvem a Teoria de Agência e a realidade financeira brasileira está na tese de doutorado do Prof. Nilton Cano Martin (1987), onde esta teoria é utilizada como elemento central na comprovação da existência de um valor inerente aos sistemas contábeis, sendo este miscível e ordenável segundo a sua importância. Como pode ser visto, muito embora o autor trabalhe os conceitos de diferentes utilidades entre o controlador e seus gestores, o enfoque é bastante distante daquele aqui trabalhado.

4- O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Como resultado do grande período inflacionário vivido pelo Brasil, nesta última década, e por riscos econômicos e políticos resultantes das ocorrências sócio-políticas nacionais, as características do mercado de capitais brasileiro são distintas das reportadas na literatura financeira internacional, podendo-se dizer até mesmo que aquelas são anomalias do comportamento reportado na Teoria Financeira. Entretanto, estas características são muito importantes como possíveis fontes influenciadoras do comportamento a ser encontrado nas gestões financeiras das empresas brasileiras.

Dívidas de longo prazo na forma de empréstimos são muito raras. Até o presente momento, a única fonte de recursos de empréstimos de longo prazo tem sido o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, agindo diretamente junto às empresas ou através dos agentes financeiros repassadores de seus recursos. As principais razões para este fato estão nas poucas poupanças internas, no crescente processo inflacionário e na dificuldade de obtenção de recursos em moedas externas que se seguiu à crise da dívida externa brasileira desde a metade dos anos 80. Muito embora, a partir de 1993, algumas fontes de recursos internacionais tenham aberto as portas para que as empresas brasileiras obtenham recursos diretamente ou via instituições financeiras aqui localizadas.

As debêntures - certificados de dívida emitidos diretamente pelas empresas - embora sejam consideradas como dívidas de longo prazo pela literatura técnica internacional, tornaram-se dívidas

de curto ou médio prazo no momento em que o mercado de capitais brasileiro percebeu os riscos de crédito inerentes a uma operação de longo prazo, dadas as características da economia brasileira, criando no início dos anos 80 o instituto da repactuação. Numa repactuação de debêntures, a empresa obriga-se a recomprar a emissão de debêntures caso não seja acordado, entre ela e seus credores, uma taxa de juros e o seu novo prazo de vigência.

A emissão de novas ações pelas empresas no mercado acionário brasileiro é impactada pelas conseqüências diretas de uma bolsa de valores com baixa liquidez para a grande maioria das ações e por altos riscos econômicos, resultando historicamente em preços de mercado abaixo dos valores patrimoniais das ações. A emissão de novas ações é uma decisão muito delicada para o acionista controlador: a companhia irá obter recursos de capital abaixo do valor patrimonial para investir na compra, no momento presente, de máquinas, equipamentos, capital de giro, etc. Como resultado, a posição acionária relativa do controlador será diluída, caso ele não veja subscrever o seu direito de preferência.

De acordo com a legislação brasileira para as sociedades por ações - Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 - uma companhia é autorizada a emitir até dois-terços do seu número total de ações em ações não votantes, ou com este direito restrito (Art. 15 § 2º).

Conforme a mesma legislação, seção III do capítulo III, as ações se dividem em três espécies: ordinárias, preferenciais e de fruição. As diferenças básicas entre elas são a natureza de seus direitos ou das vantagens que conferem aos seus titulares.

As ações ordinárias possuem direito ao voto nas assembleias

ordinárias ou extraordinárias da companhia emissora.

As vantagens das ações preferenciais sobre as ordinárias, conforme o Art. 17 de referida Lei, são a preferência no pagamento dos dividendos e o reembolso do valor nominal em caso de liquidação. A preferência relativa ao pagamento dos dividendos, na realidade, não ocorre na grande maioria dos casos, pois o lucro é distribuído em partes iguais entre todas as ações da empresa, ordinárias e preferenciais. É possível a emissão de mais de uma classe de ações preferenciais, o que é vetado para as ordinárias, podendo resultar em classes de ações com direitos distintos sobre os dividendos e, em alguns casos, sobre os votos. Entretanto, estas classes de ações com características especiais necessitam estar claramente apresentadas no estatuto social da empresa.

O direito de voto das ações ordinárias, que resultariam em valor de mercado maior que o das preferenciais, como apresenta a literatura (LEVY, 1982), é somente simbólico devido à existência de um acionista controlador, uma pessoa ou um grupo de pessoas com 50% mais uma das ações votantes. Os demais votos, nesta circunstância, não têm valor. Pode-se ainda verificar que a liquidez potencial - número de ações com possibilidade de negociação, por não fazerem parte do bloco de controle - é de quatro sextos para as preferenciais e de um sexto para as ordinárias, caso a empresa tiver emitido o limite máximo de dois terços de preferenciais não votantes. Portanto, a liquidez maior das preferenciais assegurará um melhor preço em bolsa, contrariamente ao encontrado em outros mercados.

A existência de grupos econômicos e de controles acionários

detidos por famílias são elementos importantes dentro das empresas brasileiras. Eles são distintos dos *keiretsu*, grupos econômicos japoneses, no que se refere ao papel desempenhado pelos bancos. No Brasil, como também nos Estados Unidos, é proibido a um banco financiar uma empresa subsidiária não financeira. Mas, diferentemente dos Estados Unidos, é possível a um banco comercial brasileiro deter posições acionárias em empresas não financeiras, de controle ou participações minoritárias (PROCIANOY, 1993).

Pode-se verificar a significativa influência da família na gestão dos negócios. O controlador, na maioria dos casos, é o próprio presidente do conselho de administração da empresa, quando até mesmo não exerce a presidência da diretoria. Por outro lado, quando os diretores são elementos profissionais, não pertencentes à família, estão subordinados diretamente a este controlador.

Estas características do mercado de capitais brasileiro, no que se refere à pouca existência de recursos de longo prazo e ao fato das ações serem transacionadas nas bolsas de valores abaixo do seu valor patrimonial, fazem com que a retenção dos dividendos seja uma das importantes fontes de recursos para o crescimento das empresas.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro está intimamente ligado às características acima abordadas. Algumas delas deveriam ser modificadas conforme alguns operadores¹, outras não. No entanto, cabe salientar a importância da

¹A posição da ABAMEC - Associação Brasileira de Analistas do Mercado de Capitais é contrária à manutenção da regra de 1/3 ordinárias e 2/3 de preferenciais para as companhias abertas.

tributação sobre o desenvolvimento dos mercados.

Além dos efeitos sobre os próprios investidores, a tributação sobre dividendos ou ganhos de capital apresenta efeitos na formação de capital de risco. BRITO (1989), ao examinar as características da formação de capital de risco no Brasil e em sete países desenvolvidos (Estados Unidos, Japão, França, Reino Unido, Itália, Alemanha e Canadá), no período entre 1975 e 1983, encontrou que os efeitos da tributação bilateral² de ganhos de capital de operações em ações em bolsas de valores seriam negativos, mas os efeitos da tributação unilateral seriam catastróficos para a formação de capital de risco. Mais ainda, os estudos do autor revelaram que a tributação bilateral deveria descontar a inflação, pois, caso contrário, ela seria socialmente injusta por tributar a manutenção do poder de compra da moeda em momentos econômicos inflacionários.

Um planejamento tributário que minimize o pagamento de impostos para as empresas e seus acionistas, deve ser uma das preocupações constantes dos gestores na busca da maximização da riqueza dos detentores do capital.

²Tributação bilateral é aquela onde os resultados positivos geram um débito, e os negativos, um crédito fiscal. A unilateral é aquela onde os resultados positivos geram um débito fiscal, mas os negativos não podem ser compensados.

5- POLÍTICA DE DIVIDENDOS - UMA REVISÃO TEÓRICA

Existem muitos estudos sobre a política de dividendos, mas ainda não houve um consenso sobre a sua relevância ou não na valorização da firma. Tal fato deu origem ao surgimento de duas escolas: a Escola do Mercado Perfeito - Teoria M & M -, e a Escola do Mercado Imperfeito - Teorias de Gordon e a Residual (SCHALL & HALEY, 1988).

A teoria de MILLER & MODIGLIANI (1961) defende a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afeta o valor da firma e a riqueza total de seus acionistas. Eles declaram que o valor da firma é determinado pela política de investimentos e pelo retorno proporcionado por seus ativos. Conseqüentemente, os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, sejam eles em dividendos ou em ganhos de capital na valorização das suas ações.

A teoria de GORDON (1963), parte da hipótese de que o valor de uma ação é uma função das expectativas futuras do pagamento de dividendos, ou seja, é igual ao valor presente dos infinitos fluxos futuros de dividendos, descontados a uma taxa compatível com o mercado e com o seu risco, a ser recebido pelo proprietário. Os dividendos representam dinheiro no momento de seu recebimento, e portanto, menor risco, sendo seu recebimento preferível à expectativa futura de ganhos de capital. Assim, os acionistas preferirão receber os dividendos a eventuais ganhos de capital no futuro.

A segunda teoria da escola do mercado imperfeito, a teoria Residual, propõe o pagamento dos dividendos como um resíduo do lucro após a decisão ótima de investimentos, ou seja, a empresa

irá pagar dividendos somente quando não existir possibilidade de realizar um investimento com retorno ótimo e risco compatível para maximizar a riqueza de seus acionistas. Neste caso, os ganhos de capital serão preferidos ao recebimento de dividendos.

5.1- Influência da Tributação nos Dividendos

Existe um ponto em comum entre estas três teorias quanto se referem à influência da tributação na política de dividendos. Todas concordam que, na existência de tributação sobre dividendos e/ou sobre ganhos de capital, os investidores procurarão aquelas empresas que lhes possibilitem o maior ganho líquido após os tributos.

ELTON & GRUBER (1970) foram os primeiros a discutir a questão da influência da tributação sobre a preferência dos investidores. Os autores mencionam que, de acordo com a diferença entre a tributação de dividendos e de ganhos de capital e a tributação individual do investidor, este irá escolher para investimento ações das companhias que pagam mais ou menos dividendos, tentando reduzir a sua tributação total. O investidor buscará aquela empresa que lhe oferecer a possibilidade de maiores ganhos, via dividendos ou ganhos de capital, que gere a menor tributação. Os autores testaram a influência da tributação sobre a preferência dos investidores quando do pagamento dos dividendos e encontraram resultados positivos do que passaram a chamar de "efeito clientela".

BRITO & RIETTI (1981) testaram este mesmo efeito em 61 companhias brasileiras cujas ações foram negociadas na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, no período entre 1973 a 1976, não

encontrando, entretanto, os mesmos resultados e evidências estatísticas da existência do "efeito clientela".

ANG, BLACKWELL & MEGGINSON (1991) estudaram companhias britânicas, entre 1969 e 1982, período no qual ocorreram duas modificações na legislação tributária em relação aos ganhos de capital. Os autores encontraram que durante o período de tempo em que a legislação favorecia os ganhos de capital, aquelas ações que ofereciam maiores ganhos nesta modalidade eram vendidas com prêmio, e aquelas que tinham posição distinta eram vendidas com desconto. Após 1975, as diferenças de tributação foram eliminadas e os investidores passaram a preferir aquelas companhias que pagavam maiores dividendos.

AMOAKO-ADU, RASHID & STEBBINS (1992) estudaram a introdução, e a posterior retirada de incentivos tributários para ganhos de capital no Canadá, respectivamente em 1985 e 1987. Embora lá existam algumas formas técnicas de eliminar os impostos sobre ganhos de capital, estes incentivos, quando introduzidos e posteriormente retirados, induziram a modificações nos preços das ações.

MILLER & SCHOLLES (1990) sugeriram que os investidores poderiam formar carteiras de investimentos com dívidas, estas possibilitando a dedutibilidade dos juros, como forma de reduzir os impostos sobre dividendos. Este tipo de estratégia poderia reduzir a importância dada à tributação dos dividendos e, como consequência, qualquer diferença existente entre políticas de alto ou baixo pagamento de dividendos por parte das companhias e sobre os anseios de seus investidores.

MICHAELY (1991) estudou o comportamento das ações no

primeiro dia de negociação *ex-dividendo* durante as reduções da tributação sobre dividendos e ganhos de capital para investidores de longo prazo. Ele encontrou que estes investidores geravam pequeno impacto nos preços das ações porque as médias dos prêmios eram similares antes e depois das modificações tributárias.

POLI (1993) estudou o reflexo nas políticas de dividendos de 21 empresas brasileiras, ao comparar os níveis de *payout* em 1987 e 1988, período pré-modificações, e em 1990 e 1991, período após as modificações tributárias ocorridas em 1989. Utilizando-se do método de diferença das médias, a autora não encontrou elementos estatisticamente significativos que apoiassem a mudança de hábitos pelas empresas estudadas, concluindo que a tributação não teria grande influência na política de dividendos das empresas brasileiras.

Como se pode verificar, alguns dos autores defendem a influência da tributação sobre dividendos e sobre ganhos de capital no preço das ações e outros não o fazem. Um terceiro grupo defende a idéia de que, devido à possibilidade de gerar estratégias para reduzir o impacto da tributação sobre estes ganhos, o impacto sobre o comportamento do preço das ações é muito reduzido.

6- ASPECTOS LEGAIS DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL

De acordo com a Lei nº 6.404/76, Art. 202, o dividendo mínimo obrigatório é de 50% do seu lucro líquido ajustado como dividendos em dinheiro. A companhia poderá ter outra percentagem do lucro líquido ajustado como base para distribuição, desde que tal percentagem esteja expressa no estatuto social da companhia. Quando o estatuto social for omissivo e a assembléia geral deliberar para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo mínimo obrigatório nunca poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Cabe lembrar que a exigência de que no mínimo 25% do lucro líquido ajustado devesse ser pago na forma de dividendos aos acionistas, era uma condição estabelecida pelo antigo BNDE - atualmente BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social) -, para que ele participasse como acionista das companhias que solicitavam a sua participação como ajuda financeira.

Após três exercícios sociais sem pagamento de dividendos, as ações preferenciais passam a ter direito de voto nas assembléias ordinárias e extraordinárias da companhia³. Este direito não converte as ações preferenciais em ordinárias, mas tão-somente dá o direito de voto às primeiras enquanto perdurar o não pagamento de dividendos em dinheiro, após o quê as ações preferenciais perdem o direito de votar.

³Existem discussões jurídicas sobre este assunto. Alguns advogados dizem que os três exercícios dão direito a voto para as ações preferenciais, caso isto esteja definido no estatuto social da empresa. Caso contrário, após o primeiro exercício social sem pagamento de dividendos, o acionista preferencialista já teria o direito de voto. Outro ponto polêmico neste assunto, é se os três exercícios devem, ou não, ser consecutivos. Existem opiniões antagônicas. Convém examinar o caso Hercules S.A. que exemplifica as diferentes posições dos acionistas, em julgamento no Foro de Porto Alegre/RS.

O conceito de lucro líquido ajustado, base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos, é o lucro líquido após o imposto de renda menos alguns ajustes, conforme a Lei nº 6.404/76, Art. 202. Estes ajustes irão reduzir a base de cálculo dos dividendos a serem pagos. Embora a legislação apresente quais as contas que devem e não devem fazer parte destes ajustes, existe alguma divergência sobre este assunto⁴. Decorre desta circunstância que os ajustes possam ser alvo do desejo das empresas de pagar menos dividendos. Elas escolherão a aplicação, ou não, das contas dúbias caso desejem pagar menos ou mais dividendos aos seus acionistas.

Como exemplo, pode-se supor a existência de uma empresa *holding* pura sem receitas oriundas de qualquer outra fonte a não ser a equivalência patrimonial referente às suas subsidiárias. Esta empresa não terá obrigação de pagar qualquer montante na forma de dividendos aos seus acionistas, pois a equivalência patrimonial é uma das contas de ajuste do lucro líquido; conseqüentemente, o lucro líquido ajustado será zero, não havendo base de cálculo para pagamento de dividendos.

Embora exista a exigência legal de distribuição mínima de dividendos, como já foi visto, encontra-se várias companhias com taxa de distribuição variada - a razão entre dividendo pago por ação e lucro por ação, denominado de *payout* - quando se coloca a mesma metodologia de cálculo para todas as empresas desta amostra. Na Tabela 1, que apresenta as empresas pertencentes à

⁴A conta de Reservas de Lucros a Realizar, composta por Equivalência Patrimonial e Correção Monetária, quando credora, é objeto de discussão da necessidade de ser incluída, ou não, como ajuste para cálculo do valor a ser distribuído como dividendos.

Tabela 1

As Companhias Brasileiras e seus payout entre 1987 e 1992

	Companhias	1987	1988	1989	1990	1991	1992
1	Aracruz	0.18	0.28	0.07	0.24	@	0.94
2	Azevedo	0.44	0.16	0.03	0.09	0.85	1.67
3	Bardella	0.25	0.17	2.35	0.24	0.13	0.27
4	Bombriil	0.27	0.32	@	0.13	0.22	0.57
5	Brahma	0.51	0.56	0.37	0.29	0.26	0.27
6	Brasmotor	0.34	0.33	0.43	0.25	@	@
7	Caiua	0.18	0.41	0.11	0.72	1.3	0.3
8	Cataguazes Leop.	0.21	0.17	0.09	0.37	@	0.16
9	Cemig	@	0.14	0.05	3.15	@	0.37
10	Cimento Itaú	0.15	0.26	0.17	0.24	0.8	0.14
11	Copene	0.46	0.46	0.46	0.49	@	0.71
12	Cosigua	0.26	0.23	0.24	@	0.27	0.28
13	Duratex	0.24	0.29	0.25	0.19	@	0.25
14	Ericsson	0.22	0.16	0.25	0.26	0.43	0.6
15	Eternit	0.46	0.94	1.12	0.13	0.16	0.11
16	Eucatex	0.11	0.13	0.04	0.13	@	0.24
17	Grazziotin	0.25	0.23	0.04	0.14	0.11	0.11
18	Iguaçu Café	0.13	0.25	0.25	@	@	0.23
19	Inepar	0.13	0.14	0.04	0.13	0.13	0.09
20	Ipiranga Cia.	0.19	0.29	0.24	0.28	@	0.37
21	Ipiranga Distr.	0.18	0.27	0.47	0.33	@	0.28
22	Ipiranga Refinaria	0.17	0.28	0.33	0.27	@	0.55
23	Karsten	0.2	0.21	0.78	0.29	0.69	0.48
24	Klabin	0.26	0.41	0.16	0.36	@	0.3
25	Lacta	0.1	0.53	0.02	0.08	0.06	@
26	Lix da Cunha	0.11	0.14	0.17	0.26	0.25	0.25
27	Marcopolo	0.18	0.16	0.19	0.42	0.24	0.26
28	Metalúrg. Gerdau	0.27	0.23	0.25	0.34	0.28	0.29
29	Peve Particip.	0.12	0.2	0.4	0.12	0.08	0.29
30	Sadia Concórdia	0.31	0.3	0.29	0.26	0.27	2.66
31	Souza Cruz	0.57	0.61	0.72	0.43	0.57	0.91
32	Sid. Açonorte	0.2	0.24	0.25	@	0.28	0.29
33	Sid. Riograndense	0.25	0.23	0.22	0.34	0.28	0.29
34	Sid. Guaíra	0.2	0.23	0.23	0.36	0.26	0.29
35	Suzano	0.07	0.26	0.21	0.14	0.25	0.16
36	Telebrás	0.09	0.11	0.04	0.14	0.11	0.24
37	Unipar	0.23	0.19	0.21	0.28	1.46	@
38	White Martins	0.45	0.59	0.81	0.39	0.55	0.68
39	Alpargatas	0.33	0.7	0.45	0.4	@	s/pag.
40	Baumhardt	0.12	0.15	0.04	0.14	0.21	s/pag.
41	Casa Anglo	1.78	1.02	0.78	0.97	7.87	s/pag.
42	Eberle	0.74	1.76	0.04	0.08	0.08	s/pag.

@ = dividendo pago com prejuízo contábil anual

s/pag. = não houve pagamento de dividendo

amostra e seus *payout* no período compreendido entre 1987 e 1992, encontram-se estes casos. Na Tabela 2, é possível encontrar o número total de empresas cujo *payout* é inferior a 25% do lucro líquido ajustado ao longo dos anos estudados, variando de 26 casos, em 1987, representando 61,90% do total, para 11 casos em 1992, representando 28,95% do total. Estes *payout* baixos refletem o pouco desejo das empresas em pagar dividendos aos seus acionistas.

Outra maneira de diminuir a quantidade de dividendos pagos pelas empresas está no pagamento dos mesmos ao longo do tempo sem a obrigatoriedade de corrigir monetariamente os valores em questão⁵. Com certeza, numa economia inflacionária como a brasileira, durante o final da década de 80 e início da década de 90, esta alternativa reduziu substancialmente o valor real dos dividendos a serem pagos. Não existe uma data predeterminada para pagamento dos dividendos por parte das companhias. Algumas pagarão antecipadamente, antes do exercício social estar concluído, ou mesmo antes da aprovação das contas pela assembléia geral ordinária. Outras, após o término do exercício social e após a aprovação pela assembléia geral ordinária.

Somente após 1987, devido ao aumento dos níveis de inflação, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM - sugeriu, através da sua Instrução Normativa nº 72, que as companhias utilizassem índices inflacionários para corrigir o valor dos dividendos entre a data do final do exercício social e o efetivo pagamento dos mesmos.

⁵Os juízes do Foro Cível do Estado de São Paulo estão admitindo que, pela existência do atual processo inflacionário instalado no país, a correção monetária nos créditos a receber é obrigação do devedor e um direito do credor. Por similitude, poderíamos imaginar que se um acionista recorresse à justiça para pedir a correção dos seus dividendos, teria seu direito assegurado.

Tabela 2

Análise dos Payout, segmentação por ocorrência

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
	%	%	%	%	%	%
PO ≤ 0.15	10	23.81	14.29	12	28.57	19.05
0.15 < PO < 0.25	13	30.95	33.33	4	9.52	4
PO = 0.25	3	7.14	2.38	1	2.38	5
PO ≤ 0.25	26	61.90	50.00	17	40.48	11
0.25 < PO ≤ 0.40	5	11.90	23.81	16	38.10	14
0.40 < PO ≤ 0.55	7	16.67	9.52	3	7.14	2
0.55 < PO ≤ 0.70	1	2.38	9.52	-	-	3
0.70 < PO ≤ 0.85	1	2.38	-	1	2.38	1
0.85 < PO ≤ 1	-	-	2.38	1	2.38	2
1 < PO	2	4.76	4.76	4	9.52	5
total	42	100	42	42	100	38
						100

Mas esta foi uma simples recomendação por parte da CVM, não uma obrigação para ser cumprida pelas companhias. Algumas empresas corrigem seus dividendos, outras não. Também cabe lembrar que a escolha do índice de correção pode ser uma forma de reduzir, ou aumentar, os dividendos a serem pagos. Companhias com desejo de pagar maiores níveis de dividendos utilizaram-se de índices inflacionários superiores à inflação real. No entanto, aquelas que desejaram pagar menos dividendos, utilizaram-se de índices inflacionários inferiores à inflação real.

Devido a estas possibilidades legais de aumento ou redução dos dividendos pagos, ajustes contábeis e inflação aliada às datas de pagamento, será necessário utilizar uma metodologia comum a todos os cálculos de índices *payout* das empresas e descontar com o mesmo índice inflacionário da data de pagamento até a data do balanço de resultados. O objetivo único deste procedimento é a sua uniformidade para posterior análise.

Existem três modalidades de pagamento de dividendos em dinheiro: fixo, mínimo e participativo.

Dividendos fixos é a modalidade segundo a qual o montante de dividendos pago é fixo, podendo o mesmo ser por valor fixo ou por percentagem fixa. Nestes casos, o dividendo a ser pago é definido não cabendo valor a maior para os detentores destas ações quando for pago valor maior para outra classe de ações da mesma companhia. Quando os dividendos forem pagos por valor fixo, tem-se o valor monetário determinado como uma das características das ações receptoras e fixado em unidades monetárias. No Brasil, esta modalidade é inviável, devido à inflação existente. O valor fixo em unidades monetárias perderia seu valor real ao longo do

tempo, tornando o valor real mais próximo de zero muito rapidamente, quanto maior fosse a inflação. Quando o valor for fixo em percentual, ele poderá ser relativo ao valor nominal (este teórico quando o real não existisse) ou ao patrimonial da empresa ou ainda em relação ao lucro do exercício.

Dividendos mínimos é a modalidade de pagamento de dividendos considerada quando o montante total pago de dividendos é, no mínimo, igual a uma quantia predeterminada como se fixa fosse, mas, ao mesmo tempo, compartilha de igual forma valores maiores com as demais classes de ações da empresa. Serão iguais aos dividendos mínimos se o lucro da companhia for pequeno, e igual às ordinárias se o lucro for o suficiente para pagar todas as classes e compartilhar o remanescente.

Tanto os dividendos mínimos quanto os fixos podem ser ou não cumulativos. No primeiro caso, a empresa que não pagar os valores estatutários adequados em um exercício fiscal, fica com o compromisso de quitá-los nos exercícios seguintes até não existirem pendências passadas.

Dividendos participativos é a modalidade de pagamento de dividendos que compartilha em iguais condições o montante a ser pago na forma de dividendos. As ações que estiverem nesta classe não possuem piso ou teto, quanto à definição do valor a ser pago. Estas ações não possuem cumulatividade nos seus proveitos, uma vez que, caso não tenha lucro em determinado exercício social, não receberão dividendos nem restará nenhuma obrigação de pagamentos futuros sobre este não pagamento.

Todas as ações ordinárias têm dividendos participativos e, de acordo com as diferentes características de dividendos,

expressas nos estatutos sociais, se poderá ter mais de uma classe de ações preferenciais.

No Brasil, a maioria das empresas apresenta uma classe de ações preferenciais, cujos dividendos são participativos. A amostra estudada apresenta 18 empresas que possuem ações preferenciais com dividendos diversos do participativo, em pelo menos um dos anos estudados:

Alpargatas - dividendo mínimo de 8% do capital social;

Aracruz - dividendo mínimo de 6% do capital social;

Bardella - dividendo mínimo de 8% do capital social;

Caiuá - dividendo fixo de 10% sobre o capital subscrito atualizado para as preferenciais "A";

Cemig - dividendo mínimo de 10% sobre o valor nominal das ações;

Cataguases Leopoldina - dividendo mínimo de 10% e 6% do capital social para as ações preferenciais "A" e "B", respectivamente;

Duratex - dividendo mínimo de 6% sobre o valor unitário para as ações preferenciais "A";

Eternit - dividendo mínimo de 4% do capital social;

Iguaçu - dividendo mínimo cumulativo de 12% e 8% do capital social para as ações preferenciais "A" e "B", respectivamente;

Ipiranga Cia. - dividendo mínimo de 6% do capital social;

Ipiranga Refinaria - dividendo mínimo de 6% do capital social;

Lacta - dividendo mínimo de 12% do capital social;

Lix da Cunha - dividendo mínimo de 6% do lucro líquido;

Marcopolo - dividendo mínimo de 6% do capital social;

Sadia Concórdia - dividendo mínimo de 28% sobre o lucro líquido;

Suzano - dividendo mínimo de 10% sobre o valor nominal;
Telebrás - dividendo mínimo de 6% do capital social; e
Unipar - dividendo mínimo de 10% do capital social.

Os dividendos em dinheiro devem ser calculados tendo como base os lucros da companhia. Estes lucros podem ser do exercício social que se encerra, ou ainda, sobre lucros acumulados. Embora seja possível o pagamento de dividendos com redução do capital social, esta medida não é recomendável pelas danosas conseqüências tributárias que causam aos seus recebedores. Cabe lembrar que prejuízos constantes ao longo dos anos acarretaria a não possibilidade de pagamento de dividendos aos acionistas de determinada companhia.

É muito importante lembrar também que, conforme a legislação brasileira, os dividendos pagos aos seus acionistas não são dedutíveis para cálculo do imposto de renda devido pela empresa, enquanto que os juros das dívidas o são. Na comparação das fontes de recursos para as empresas, o endividamento é favorecido, pois a dívida é subsidiada pelos efeitos fiscais quando é permitida a dedutibilidade dos juros.

Este subsídio fiscal para os juros é válido para empresas que apresentem lucro antes dos juros e imposto de renda - LAJIR - positivo, pois, caso contrário, o benefício não é aplicável no exercício fiscal em questão. Tem-se que considerar também a possibilidade do aproveitamento deste subsídio, o qual, não sendo aplicável no exercício fiscal corrente, será aplicado nos exercícios fiscais vindouros, enquanto for possível o *carry-forward* dos prejuízos fiscais existentes na empresa.

7- AS MODIFICAÇÕES TRIBUTÁRIAS OCORRIDAS ENTRE 1988-1989

Durante toda a história tributária brasileira, até 1989, existia tributação sobre os dividendos das empresas, mas os ganhos de capital auferidos em bolsas de valores eram isentos de qualquer tributação.

Desde 1983, os dividendos das companhias, cujas ações eram negociadas em bolsas de valores, eram taxados em 23% na fonte, independentemente da alíquota de tributação do possuidor destas ações. Era permitida a compensação no imposto individual, caso o investidor assim o desejasse. Antes desta data, o imposto era de 15%, na fonte, sobre o valor do dividendo pago.

Segundo a Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988, Art. 35, entrando em vigor a partir do ano fiscal seguinte, os dividendos passaram a não mais serem tributados. Os lucros passíveis de distribuição passaram a ser tributados à base de 8%, independentemente do volume distribuído de fato. Este imposto recebeu a denominação de "Imposto sobre Lucro Líquido" - ILL. Os investidores não tinham qualquer outro tributo sobre dividendos recebidos ou sobre ganhos de capital auferidos.

De acordo com a Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1991, Art. 55, os ganhos de capital auferidos em operações de bolsas de valores passaram a ser tributados em 25% sobre os ganhos líquidos, admitida a compensação das perdas anteriores. Entende-se por ganhos líquidos a diferença entre os preços de venda e de compra, sendo este corrigido pela UFIR (Unidade Fiscal de Referência) desde a data da compra até a data da venda. Isto tornou-se válido para qualquer tipo de investidor, incluindo-se

os fundos de pensão que até então gozavam de imunidade fiscal. É importante notar que este imposto não é compensável na declaração de renda anual e deve ser pago no mês seguinte ao da realização da venda.

O ILL foi extinto no ano de 1991, não sendo mais devido no ano fiscal de 1992, conforme a Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

É possível sumariar as modificações tributárias ocorridas no Brasil em quatro diferentes períodos:

- a) de 1983 a 1988, a tributação incidia em 23% sobre dividendos;
- b) em 1989, o ILL tributava o lucro em 8% mas não os dividendos nem os ganhos de capital;
- c) em 1990 e 1991, o ILL e a tributação de 25% sobre ganhos de capital coexistiam; e,
- d) entre 1992 e 1993, ocorria a incidência somente da tributação de 25% sobre ganhos de capital.

Especula-se sobre o fato de estas modificações tributárias serem muito relevantes para o processo decisório dos gestores das empresas brasileiras quanto às decisões referentes à distribuição de dividendos, caso eles desejem maximizar a riqueza dos seus acionistas.

Cabe ressaltar a possibilidade da descrença geral sobre os meios de coerção possíveis de serem exercidos pela Receita Federal, com o objetivo de fazer com que os impostos sejam efetivamente recolhidos. Quando existia a tributação sobre os dividendos ou o ILL, era das empresas a responsabilidade pelo pagamento da tributação, o que fazia com que o número de elementos a serem fiscalizados fosse reduzido. Quando se fala em

ganhos de capital, onde o responsável pelo pagamento do tributo é o próprio investidor, muito embora existam as penalidades legais, a tributação fica muito dificultada, como lembra NESS Jr. (1991).

A busca de atitudes maximizadoras por parte dos gestores não pode basear-se em possibilidades de não recolhimento dos tributos por parte dos acionistas; deve buscar, sim, a maximização da riqueza dos mesmos sem imputar a eles o risco fiscal do não pagamento.

8- A ATITUDE ESPERADA POR PARTE DOS GESTORES FINANCEIROS

Objetivando a maximização da riqueza dos acionistas, pode-se esperar que uma atitude racional por parte dos gestores financeiros seria o incremento dos dividendos a serem pagos e a conseqüente e provável redução dos ganhos de capital tributáveis, como resposta às modificações tributárias que causaram a eliminação da tributação dos dividendos e a implementação da tributação dos ganhos de capital.

8.1- Exemplo Numérico

Pode-se imaginar um exemplo ilustrativo simples como elemento comprobatório da economia fiscal possível de ser realizada. Neste exemplo, os valores não sofrem a ação da inflação, pois na sua aplicação prática todos deverão ser corrigidos monetariamente pelo mesmo índice inflacionário.

O Sr. Paulo comprou uma ação "A" pelo valor de \$10 há dois meses. Neste momento, a ação está valendo \$15. O gestor financeiro da empresa "A" possui, apenas para referência, duas opções para pagamento dos dividendos referentes ao exercício social do ano de 1992: a) pagar \$2, que é o valor mínimo de 25% do lucro líquido ajustado; ou, b) pagar \$4, que corresponde a 50% do lucro líquido ajustado. As ações, em cada uma das opções, seriam vendidas aos seus preços de venda ajustados *ex-dividendo*, respectivamente. Tanto a primeira como a segunda opções não trazem maiores problemas de caixa para a empresa, nem colocam em risco os projetos de investimentos futuros.

Na opção "a" tem-se:

- preço de compra (PC) = \$10
- valor do dividendo pago (Div) = \$2
- preço de venda ajustado da ação ex-dividendo (PV) =
= \$15 - \$2 = \$13
- ganho de capital líquido = \$13 - \$10 = \$3
- tributação sobre ganhos de capital (IR) =
= 25% de \$3 = \$0,75
- ganho líquido global do Sr. Paulo =
= (PV - PC) + Div - IR =
= (\$13 - \$10) + \$2 - 0,75 = \$4,25

Já na opção "b", tem-se:

- preço de compra (PC) = \$10
- valor do dividendo pago (Div) = \$4
- preço de venda ajustado da ação ex-dividendo (PV) =
= \$15 - \$4 = \$11
- ganho de capital líquido = \$11 - \$10 = \$1
- tributação sobre ganhos de capital (IR) =
= 25% de \$1 = \$0,25
- ganho líquido global do Sr. Paulo =
= (PV - PC) + Div - IR =
= (\$11 - \$10) + \$4 - 0,25 = \$4,75

Como se pode constatar, existe um ganho adicional de \$0,50 da opção "b" sobre a opção "a". Este ganho é a diferença de imposto sobre ganhos de capital a menor, pago por ter existido um incremento de dividendos de \$2 para \$4, o que representa uma diminuição nos ganhos de capital líquidos.

8.2- Aspectos a Considerar

Alguns elementos do mercado de capitais brasileiro, de imediato, colocam dois aspectos que necessitariam uma maior reflexão com relação a esta esperada atitude por parte dos gestores financeiros: 1) as empresas que aumentassem seus dividendos estariam se descapitalizando; e, 2) o preço de venda ajustado das ações ex-dividendo seria superior à diferença entre o preço "com" e o dividendo pago.

Em relação ao problema da eventual descapitalização das

empresas que aumentassem seus dividendos, deve-se ter por base a alternativa formulada por PROCIANOY & POLI (1993) segundo a qual a política de dividendos é proposta a partir da realização de uma emissão particular⁶ de ações pela companhia pagadora dos dividendos como instrumento recapitalizador. Isto deverá ser feito concomitantemente ao pagamento dos dividendos e em valor unitário de subscrição, por ação, igual ao excesso de dividendos pagos pela companhia. Esta recomendação de política de dividendos, associada à recapitalização da empresa, anula as eventuais dúvidas quanto à falta de recursos para investimentos futuros por parte das empresas. O Anexo I traz exemplificada, numericamente, a demonstração da proposta sugerida pelos autores a este problema.

Em relação à definição do preço de venda da ação *ex-dividendos*, pode-se afirmar que o valor teórico está correto. Um eventual incremento no preço de venda das ações após o pagamento de uma grande quantia de dividendos, refletiria a satisfação dos acionistas com a política adotada pela empresa na busca da maximização de suas riquezas.

Outra explicação para a possibilidade de aumento de preço das ações em bolsa é dada por AMIHUUD & MENDELSON (1991), que estudaram as conseqüências sobre o preço da maior liquidez destes ativos financeiros. Então, neste caso, ter-se-ia um benefício direto para as empresas e para todos seus acionistas. Os acionistas teriam um aumento nos seus fluxos líquidos de recursos - dividendos mais imposto de renda não recolhido - ocasionando

⁶A emissão particular de ações pressupõe a manutenção do direito de preferência aos atuais acionistas. Caso não seja colocada a totalidade das ações ofertadas, elas serão rateadas pelos atuais acionistas que assim tiverem se manifestado, tantas vezes quantas forem necessárias até que a colocação seja totalmente realizada.

um aumento no preço das ações. As empresas passariam a ter um custo de capital reduzido, como consequência do aumento do preço das ações quando forem ao mercado emitir novas ações.

Ao se examinar os quatro distintos períodos de tributação se poderia esperar que os gestores financeiros praticassem uma política onde os dividendos seriam maiores nos períodos "c" (1990-1991) e "d" (1992-1993) em relação ao período "a" (1983-1988), com o objetivo de maximizarem a riqueza de seus acionistas buscando diminuir a carga tributária sobre eles.

O período "b" será indiferente quanto à política de dividendos no que se refere à tributação incidente. Naquele momento (1989), o ILL era aplicável somente às empresas e não aos investidores. As companhias pagavam este tributo sobre o lucro passível de distribuição independentemente do volume de dividendos a serem pagos aos seus acionistas. Pode-se comprovar esta afirmação comparando os exercícios numéricos apresentados no Anexo I.

9- METODOLOGIA

A metodologia aplicada neste estudo será subdividida em hipóteses a serem testadas, amostra trabalhada e instrumental utilizado, objetivando-se uma melhor compreensão do estudo realizado.

9.1- Hipóteses a serem Testadas

O problema a ser testado neste trabalho é a busca do real comportamento dos gestores financeiros frente às modificações existentes na legislação tributária brasileira entre 1988-1989, que foram da tributação dos dividendos para a tributação dos ganhos de capitais, como elemento comprobatório da existência de um conflito de agência entre controladores e minoritários.

O primeiro teste a ser realizado é sobre a mudança de políticas de dividendos por parte das empresas brasileiras, cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Para este teste, a hipótese nula, H_0 , é que existem chances iguais de que uma empresa aumente ou diminua o nível dos dividendos pagos aos seus acionistas após a implementação das novas regras tributárias. A hipótese alternativa, H_1 , é de que haverá uma mudança de hábitos por parte dos gestores financeiros, como reflexo da nova legislação tributária brasileira.

No caso de ser confirmada a hipótese H_0 , se estará confirmando que a tributação não é um elemento relevante na formação das políticas de dividendos das empresas brasileiras estudadas. No entanto, caso seja confirmada a hipótese H_1 , se estará confirmando a influência da tributação, que levou as

empresas a aumentarem o seus níveis de *payout* como consequência das modificações tributárias ocorridas.

O segundo teste que será realizado é a manutenção de uma nova política de distribuição de dividendos, no período entre 1990 a 1992, caso o primeiro teste demonstre a validade da hipótese alternativa, H_1 , garantindo a influência da tributação sobre as políticas dos gestores financeiros e verificando se ela foi um incremento, ou não, em relação ao período anterior.

Para este segundo teste, a hipótese nula, H_0 , é de que haverá manutenção das políticas de dividendos no período estudado. A hipótese alternativa, H_1 , é de que não será mantida a mesma política ao longo do período estudado.

A confirmação da hipótese H_0 , garantirá a efetividade do primeiro teste anteriormente realizado. Caso contrário, a confirmação da H_1 revelará que a tributação exerce alguma influência sobre a política de dividendos das empresas brasileiras, mas não é o único fator considerado pelos gestores destas companhias.

Portanto, caso se obtenha que a política dos dividendos das empresas desta amostra apresenta um decréscimo, a manutenção ou um pequeno acréscimo dos níveis de *payout* para a comparação do período anterior (1987/1988) com o período posterior (1990/1991/1992) às modificações da legislação tributária brasileira, se estará diante de um conflito de agência entre os acionistas controladores/gestores e os seus acionistas minoritários, pois a riqueza dos acionistas não estaria sendo maximizada.

Quando houver um decréscimo ou a manutenção dos níveis de

payout evidencia-se que a atitude tomada pelos gestores é distinta da desejada e esperada. Caso se obtenha um pequeno incremento nos níveis de *payout*, ficará evidenciado um aumento na riqueza dos acionistas minoritários destas empresas, mas não a sua maximização.

9.2- Amostra Trabalhada

O banco de dados é formado por todas as empresas cujas ações foram negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo que tenham pago dividendos nos cinco dos seis possíveis exercícios sociais entre 1987 e 1992.

O período considerado garante a existência de dois exercícios sociais antes da mudança tributária (1987 e 1988), um exercício social neutro (1989) e três exercícios sociais após as mudanças tributárias (1990, 1991 e 1992).

O número total de empresas registradas na Bolsa de Valores de São Paulo em novembro de 1993 era de 549 empresas. Deve-se subtrair deste grupo as instituições financeiras e as seguradoras, totalizando 73 empresas, resultando um grupo de 476 empresas.

A retirada das instituições financeiras e seguradoras deve-se a aspectos peculiares a este grupo. No caso das instituições financeiras, elas possuem limites de alavancagem baseados no seu capital social, conforme o Manual de Normas e Instruções do Banco Central do Brasil. Esta regulação é um incentivo extra para que estas empresas sejam boas pagadoras de dividendos e ainda melhores como captadoras de recursos junto aos investidores do mercado acionário. Portanto, é conveniente excluir este grupo da

amostra, para que o estudo tenha o menor número possível de variáveis.

Pelo mesmo motivo, deve-se excluir da amostra a YPF - Yacimientos Petroliferos Fiscales, empresa argentina registrada para negociação na Bolsa de Valores de São Paulo. Neste caso, como o tratamento fiscal dos dividendos na Argentina é distinto do brasileiro, os parâmetros comparativos não são os mesmos. Apesar da tributação sobre ganhos fiscais ser válida para todas as operações realizadas no Brasil, os investidores brasileiros não representam uma parcela relevante dos acionistas desta companhia, o que não induz seus gestores financeiros a modificar a conduta quanto aos níveis de dividendos a serem distribuídos. Por este motivo, está inviabilizada sua comparação com as demais empresas brasileiras.

A amostra final máxima possível é de 475 empresas. A redução deste número dependerá do preenchimento do requisito de pagamento dos dividendos em pelo menos cinco dos seis exercícios sociais do período estudado e da obtenção dos dados.

A amostra final ficou reduzida a 42 empresas, conforme Tabela 1 (p. 28), as quais preenchem os requisitos acima citados. A expressiva redução do número total de empresas estudadas deve-se ao momento econômico nacional bastante difícil que implicou em resultados negativos nas empresas por mais de um período, originando o não pagamento de dividendos e a enorme dificuldade na obtenção dos dados completos e exatos, necessários ao estudo⁷.

⁷Para a realização adequada e correta do estudo proposto, são necessárias informações a respeito do dividendo pago por ação, da data de seu pagamento, do lucro por ação, do balanço patrimonial - base de distribuição - e dos índices inflacionários do período estudado.

9.3 - Medidor Utilizado

Os índices *payout* são obtidos pela divisão entre o dividendo por ação pago e o seu respectivo lucro por ação.

O medidor mais adequado para a realização dos testes estatísticos é o índice *payout*. A escolha deste indicador deve-se à constante inflação e aos choques econômicos do período estudado. Caso contrário, os valores monetários por ação pagos aos acionistas, inflacionados ou deflacionados, ou ainda, em alguma moeda constante, perderiam totalmente sua significância.

Os *payout* foram calculados com os dividendos pagos antecipadamente e o lucro por ação do próprio exercício social. Quando os dividendos não foram pagos antecipadamente, utilizou-se o lucro por ação do exercício social anterior para o cálculo do *payout*.

Os lucros por ação foram calculados da mesma forma para todas as companhias, sendo este o único meio que garantiria a mesma política de ajustes para a obtenção da base de cálculo dos dividendos, devido às suas distintas interpretações.

Devido às diversas datas de efetivo pagamento dos dividendos, estes foram corrigidos para a mesma data do balanço de resultados utilizado para o cálculo. Os dividendos pagos antecipadamente foram inflacionados, e os pagos no exercício seguinte foram deflacionados. O índice inflacionário utilizado foi o IGP - Índice Geral de Preços - Oferta Global⁸.

Também é possível se encontrar casos em que o *payout* é inexistente. Isto acontece quando a companhia decidiu pagar

⁸O IGP - Oferta Global foi escolhido por ser calculado por um órgão independente das atitudes governamentais no combate à inflação, a Fundação Getúlio Vargas.

dividendos sobre lucros acumulados sem ter obtido lucros no exercício social em questão, gerando uma inexistência matemática para o cálculo do *payout* nesta circunstância.

Em resumo, para o estudo em questão, é possível encontrar duas possibilidades de *payout*: 1) existindo lucro, o *payout* é passível de cálculo; 2) não existindo lucro, o *payout* é representado pelo símbolo "@", e recebe três valores alternativos para efeitos da análise aqui desenvolvida: a) igual à unidade, que representaria o pagamento total do lucro na forma de dividendos; b) o mesmo que o maior *payout* ocorrido entre os demais exercícios sociais; e, c) o mesmo que duas vezes o maior *payout* ocorrido entre os demais exercícios sociais da empresa em questão.

A consideração de três valores distintos para estes casos deve-se à necessidade de não excluir estas empresas da amostra estudada, tendo em vista que a atitude dos gestores de pagar dividendos nos exercícios sociais em que não houve lucro converge à linha do estudo realizado. Tal atitude representa a vontade de pagar sem que isto seja obrigatório por lei. A não consideração de tais empresas é contraditória ao estudo realizado e ocasionaria a perda de informações muito importantes. Foram necessárias a consideração de três valores distintos e a conseqüente análise resultante para melhor avaliação dos resultados gerados por esta decisão.

9.4- Instrumental Utilizado

Primeiramente, será considerada uma análise de sensibilidade da amostra utilizando elementos pouco significativos

estatisticamente, com o objetivo de obter um panorama geral do ambiente a ser trabalhado.

Em segundo lugar, serão utilizados métodos estatísticos acurados com o objetivo de obter respostas objetivas às hipóteses levantadas.

Para a realização do primeiro teste serão utilizados dois métodos. O primeiro será a análise multivariada, denominada análise de correspondência. Neste caso, obteremos a vinculação de cada exercício social com um determinado nível de *payout*. Isto nos mostrará como se comporta o universo estudado, não empresa por empresa, mas como um grupo único.

O segundo método se utilizará da construção de regressões lineares, *payout* por anos, de cada empresa ao longo do período estudado. Através deste método, se demonstrará o desempenho individual de cada empresa quanto à sua política de dividendos, antes e depois das modificações tributárias. Caso o coeficiente angular de uma regressão seja positivo, ter-se-á a informação de que o *payout* no momento posterior é maior que o *payout* no momento anterior. Uma análise qualitativa adicional dos incrementos é realizada com o objetivo de verificar a qualidade dos incrementos, tentando retirar a possibilidade de incrementos muito pequenos que dariam origem a "falsos incrementos".

Para o segundo teste, será utilizada a estatística descritiva, através do estudo das médias dos *payout* e seus desvios padrões durante o período após as modificações tributárias. Caso as médias fiquem em um entorno próximo entre si, ter-se-á a manutenção da mesma política de distribuição de dividendos. Caso contrário, será confirmada a não existência da

manutenção de uma política de dividendos após as modificações tributárias.

10- RESULTADOS OBTIDOS

A primeira análise de sensibilidade indica um acréscimo dos níveis de *payout* do período após modificações tributárias em relação ao anterior. Verifica-se que neste período existiram 17 companhias que pagaram dividendos sem terem realizado lucros no período, contra somente duas no período anterior (Tabela 1, p. 28).

Observando para a Tabela 2 (p. 30), é possível verificar que o número de companhias que pagou *payout* inferior a 25% foi reduzido de 26 em 1987 e 21 em 1988, para 17 em 1990, 13 em 1991 e 11 em 1992. Este incremento pode ser resultado de uma maior consciência por parte dos gestores em relação ao valor dos dividendos para seus acionistas, ou de um efeito direto das modificações tributárias ocorridas.

A análise de correspondência apresenta como seu ponto central a existência, ou não, de alguma vinculação entre os níveis de *payout* das empresas estudadas e o período de tempo estudado, levando em conta a divisão deste período em dois grupos: antes (1987 e 1988) e depois (1990, 1991 e 1992) das modificações tributárias explicadas anteriormente.

A frequência dos *payout* por faixa é apresentada no quadro a seguir:

Faixas	Anos					
	1987	1988	1989	1990	1991	1992
P01: PO ≤ 0.25	26	21	27	17	13	11
P02: 0.25 < PO ≤ 0.40	5	10	4	16	7	14
P03: 0.40 < PO ≤ 0.55	7	4	4	3	2	2
P04: 0.55 < PO ≤ 0.85	2	4	4	2	2	3
P05: 0.85 < PO	2	2	3	4	16	5

A análise de correspondência foi adaptada para o estudo de tabelas de contingência, neste caso, categorias de *payout* e períodos de tempo em anos (LEBART, MORIEAU & WARWICH, 1984).

Os resultados obtidos mostram que os três primeiros eixos obtidos explicam significativamente 98,3% da variância dos *payout* estudados, então:

Eixos	Eigenvalues	%	% acumulado
F1	0.1268	60.4	60.4
F2	0.0522	24.8	85.2
F3	0.0274	13.1	98.3

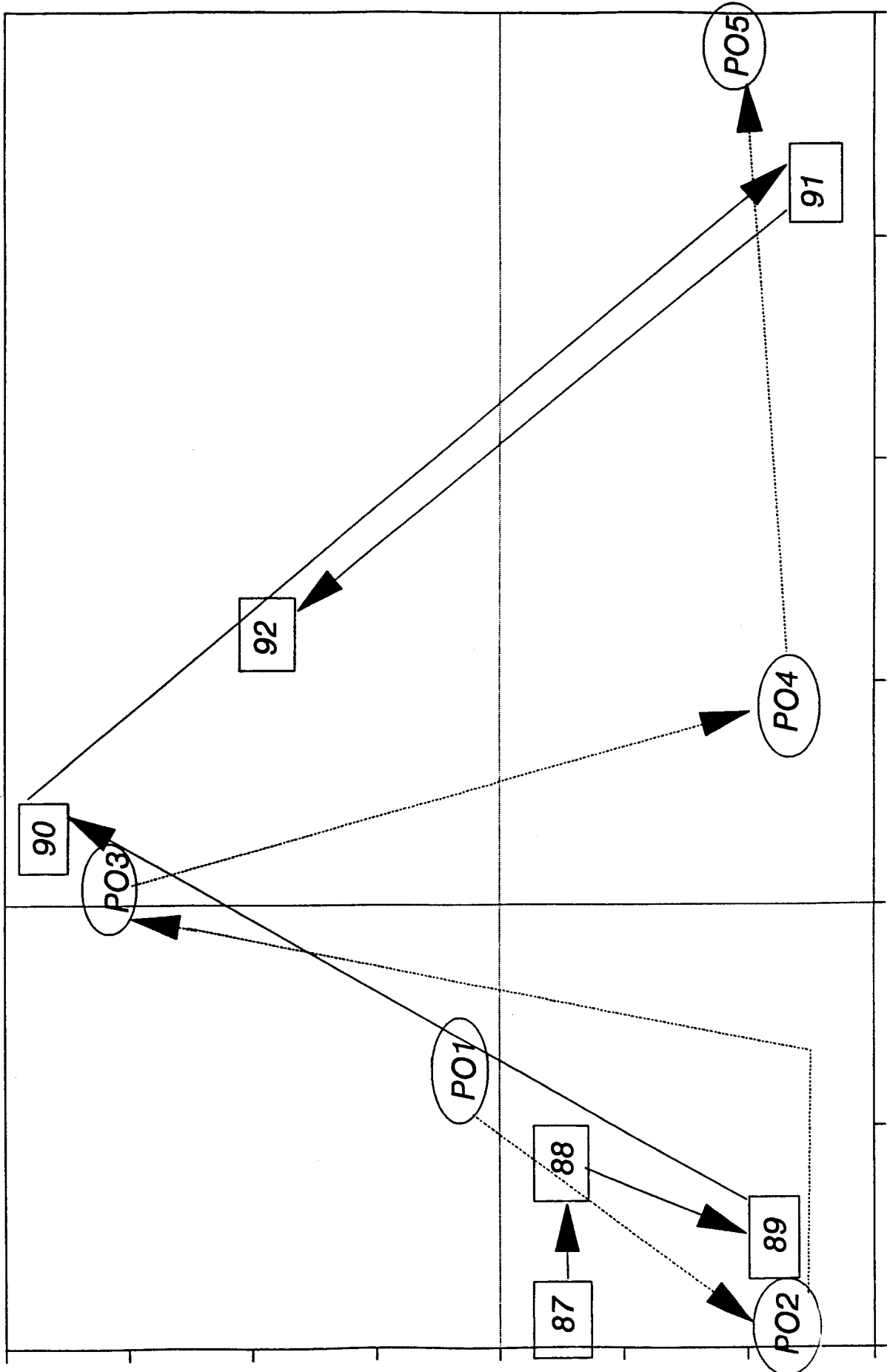
Por outro lado, as contribuições de cada uma das categorias de variáveis para os eixos são as seguintes:

Categorias de Variáveis	Contribuição Absoluta			Contribuição Relativa (<i>cos squared</i>)		
	F1	F2	F3	F1	F2	F3
Variável Horizontal: <i>payout</i>						
PO1: PO ≤ 0.25	-0.15	0.03	0.30	0.20	0.01	0.78
PO2: 0.25 < PO ≤ 0.40	-0.38	-0.23	-0.07	0.71	0.25	0.03
PO3: 0.40 < PO ≤ 0.55	0.02	0.31	-0.09	0.01	0.91	0.09
PO4: 0.55 < PO ≤ 0.85	0.10	-0.23	-0.25	0.07	0.35	0.39
PO5: 0.85 < PO	0.77	-0.19	0.04	0.94	0.05	0.01
Variável Vertical: anos						
1987	-0.37	-0.05	0.04	0.91	0.02	0.01
1988	-0.23	-0.05	-0.21	0.53	0.02	0.44
1989	-0.30	-0.22	0.12	0.56	0.29	0.09
1990	0.05	0.40	0.20	0.01	0.79	0.20
1991	0.64	-0.25	0.07	0.86	0.13	0.01
1992	0.24	0.19	-0.24	0.38	0.24	0.37

Analisando os indicadores estatísticos, pode-se notar que o eixo principal (F1), indica que existe uma associação positiva entre o aumento do *payout* e os anos mais recentes.

Analisando os pontos plotados para os dois primeiros eixos (F1 e F2), Figura 1 - Análise de Correspondência entre Anos e *Payout*, pode-se verificar que os pontos P01 e P02, baixo nível de *payout*, estão relacionados aos períodos 1987/1988 e 1989, respectivamente. O *payout* nível P03 apresenta alta correlação

FIGURA 1 - ANALISE DE CORRESPONDENCIA ENTRE ANOS E PAYOUT



com os anos 1990 e 1992, enquanto que os níveis P04 e, especialmente, P05, apresentam alta correlação com o ano de 1991.

Nota-se, pelas tendências dos pontos, que existe uma associação positiva entre a evolução dos anos e os níveis de *payout*. Ou seja, *payout* maiores estão relacionados com os anos subseqüentes à modificação da legislação tributária. Reafirmando esta conclusão, é possível apontar outro aspecto importante. O antagonismo dos anos 1989 e 1990 - que mostra correlações inversas entre os períodos - indica também uma mudança no comportamento dos *payout* das empresas da amostra, os quais passam a se estabelecer em um nível mais alto do que o anteriormente ocupado.

Para a análise individual das empresas participantes da amostra, é realizada uma regressão linear entre os *payout* e os anos. Caso o coeficiente angular da reta individual solução for positivo, verifica-se que os *payout* nos exercícios sociais 1990, 1991 e 1992 são superiores aos dos exercícios sociais 1987 e 1988. Então é correto afirmar que o nível de dividendos pagos por esta empresa cresceu do período anterior para o posterior às modificações tributárias ocorridas. Em caso contrário, houve um decréscimo no nível de dividendos.

Na Tabela 3 - Coeficientes Angular, Linear, de Determinação, de Correlação e Níveis de Significância, é possível encontrar os dados obtidos para a regressão linear de cada uma das empresas estudadas.

Na amostra de 42 empresas, verifica-se que existem seis empresas cujos coeficientes angulares são negativos para o " α " igual a um, oito para " α " igual ao maior *payout* no período

Tabela 3

Coefficientes Angular, Linear, de Determinação, de Correlação e Níveis de Significância

Companhias	R ² = 1				R ² = igual ao maior payout no período considerado				R ² = igual duas vezes o maior payout no período considerado						
	inclinação coeficiente angular	intercepto coeficiente linear	r ² coeficiente de determinação	r coeficiente de correlação	níveis de signific. 5% 10%	inclinação coeficiente angular	intercepto coeficiente linear	r ² coeficiente de determinação	r coeficiente de correlação	níveis de signific. 5% 10%	inclinação coeficiente angular	intercepto coeficiente linear	r ² coeficiente de determinação	r coeficiente de correlação	níveis de signific. 5% 10%
1 Aracruz	0.1751429	-347.995	0.644523471	0.802822192	#	0.17	-337.7733	0.658747105	0.810399349	#	0.2365714	-470.1189	0.492163676	0.70154378	#
2 Azevedo	0.2365714	-470.1189	0.492163676	0.70154378	#	0.2365714	-470.1189	0.492163676	0.70154378	#	0.2365714	-470.1189	0.492163676	0.70154378	#
3 Bardeila	-0.060857	121.64362	0.016952146	0.130200407	#	-0.060857	121.64362	0.016952146	0.130200407	#	-0.060857	121.64362	0.016952146	0.130200407	#
4 Bombril	0.0094286	-18.33981	0.003017972	0.054936072	#	0.0217143	-42.8539	0.048728909	0.220746255	#	0.054286	-10.35848	0.000742373	0.027246526	#
5 Bramina	-0.062286	124.2941	0.808873256	0.89937813	#	-0.062286	124.2941	0.808873256	0.89937813	#	-0.062286	124.2941	0.808873256	0.89937813	#
6 Brasmtor	0.1465714	-291.0455	0.625047601	0.79059952	#	0.0162857	-32.0321	0.167651478	0.409464867	#	0.1145714	-227.4282	0.604064639	0.777215954	#
7 Caua	0.1108571	-220.047	0.217030601	0.465865433	#	0.1108571	-220.047	0.217030601	0.465865433	#	0.1108571	-220.047	0.217030601	0.465865433	#
8 Cataguazes Leop.	0.072	-142.9107	0.157745205	0.396541555	#	0.018	-35.58267	0.08377247	0.28943742	#	0.0497143	-96.61657	0.150912172	0.388474159	#
9 Cemig	0.0722857	-142.8608	0.013755797	0.117285108	#	-0.050571	102.28019	0.003383795	0.05811704	#	-0.230571	461.44019	0.02061706	0.143586491	#
10 Cimento Itau	0.0468571	-92.92895	0.205598323	0.453429513	#	0.0468571	-92.92895	0.205598323	0.453429513	#	0.0468571	-92.92895	0.205598323	0.453429513	#
11 Copene	0.0828571	-164.2476	0.404234479	0.635794388	#	0.058	-114.8427	0.64417435	0.802604729	#	0.1189571	-235.7996	0.319033461	0.564830471	#
12 Cosigua	0.028	-55.326	0.029632829	0.172141897	#	0.0074286	-14.51914	0.438951039	0.662541349	#	0.0154286	-30.38848	0.052909157	0.230019905	#
13 Duratex	0.0605714	-120.1369	0.1333729	0.365202547	#	-0.000286	0.8200952	0.000207541	0.014406271	#	0.0245714	-48.58466	0.106509217	0.326357488	#
14 Ericsson	0.0777143	-154.2926	0.785226067	0.886129825	#	0.0777143	-154.2926	0.785226067	0.886129825	#	0.0777143	-154.2926	0.785226067	0.886129825	#
15 Etirson	-0.145143	289.24838	0.374987649	0.612362351	#	-0.145143	289.24838	0.374987649	0.612362351	#	-0.145143	289.24838	0.374987649	0.612362351	#
16 Eucatex	0.0657143	-190.1466	0.246137144	0.496122106	#	0.0305714	-60.67352	0.539048809	0.730101917	#	0.0511429	-101.5604	0.373097599	0.610817157	#
17 Graziotin	-0.027429	54.71581	0.414895954	0.644116414	#	-0.027429	54.71581	0.414895954	0.644116414	#	-0.027429	54.71581	0.414895954	0.644116414	#
18 Iguacu Café	0.1	-198.4733	0.210454582	0.458753291	#	0.0142857	-28.19476	0.309661437	0.556472315	#	0.0428571	-84.95429	0.271936168	0.52147501	#
19 Inepar	-0.004	8.068	0.037837838	0.194519505	#	-0.004	8.068	0.037837838	0.194519505	#	-0.004	8.068	0.037837838	0.194519505	#
20 Ipiranga Cia	0.0877143	-174.1126	0.294652432	0.542818968	#	0.0337143	-66.78457	0.78317109	0.894946993	#	0.0654286	-129.8185	0.377060889	0.614052839	#
21 Ipiranga Distrib	0.0728571	-144.5276	0.207961323	0.456027766	#	0.0274286	-54.23581	0.194375703	0.4408806	#	0.0895714	-195.7995	0.198992429	0.446086675	#
22 Ipiranga Refinaria	0.1142857	-226.9381	0.491621943	0.701157573	#	0.0757143	-150.2752	0.811115705	0.900619329	#	0.1228571	-243.9743	0.450294676	0.671036996	#
23 Karsten	0.0671429	-133.139	0.252309122	0.502303814	#	0.0671429	-133.139	0.252309122	0.502303814	#	0.0671429	-133.139	0.252309122	0.502303814	#
24 Klabin	0.062	-122.934	0.150307228	0.387694762	#	0.014286	-22.42048	0.048289738	0.19749283	#	0.0485714	-92.26886	0.14379868	0.379206227	#
25 Lacta	0.09	-178.7567	0.184742707	0.429817062	#	0.0228571	-45.25429	0.003304989	0.057703985	#	0.0985714	-185.7995	0.198992429	0.446086675	#
26 Lix da Cunha	0.032	-63.46733	0.847949527	0.920841749	#	0.032	-63.46733	0.847949527	0.920841749	#	0.032	-63.46733	0.847949527	0.920841749	#
27 Marcopolo	0.0248571	-49.21162	0.23878227	0.488653528	#	0.0248571	-49.21162	0.23878227	0.488653528	#	0.0248571	-49.21162	0.23878227	0.488653528	#
28 Metallurg. Gerdau	0.0097143	-19.0499	0.231508678	0.481153487	#	0.0097143	-19.0499	0.231508678	0.481153487	#	0.0097143	-19.0499	0.231508678	0.481153487	#
29 Peve Particip	0.0162857	-32.25876	0.185064935	0.129835049	#	0.0162857	-32.25876	0.185064935	0.129835049	#	0.0162857	-32.25876	0.185064935	0.129835049	#
30 Sadia Concórdia	0.3322857	-660.4008	0.411265412	0.641299783	#	0.3322857	-660.4008	0.411265412	0.641299783	#	0.3322857	-660.4008	0.411265412	0.641299783	#
31 Souza Cruz	0.0368571	-72.69229	0.177475604	0.421278535	#	0.0368571	-72.69229	0.177475604	0.421278535	#	0.0368571	-72.69229	0.177475604	0.421278535	#
32 Sid Açoronte	0.0377143	-74.6559	0.052810699	0.22980572	#	0.0174286	-34.41561	0.846002274	0.919783819	#	0.0257143	-50.8519	0.122147381	0.349495896	#
33 Sid Riograndense	0.0134286	-26.44781	0.319296555	0.56506332	#	0.0134286	-26.44781	0.319296555	0.56506332	#	0.0134286	-26.44781	0.319296555	0.56506332	#
34 Sid. Gualira	0.0191429	-37.82305	0.393829507	0.62755837	#	0.0191429	-37.82305	0.393829507	0.62755837	#	0.0191429	-37.82305	0.393829507	0.62755837	#
35 Suzano	0.0014286	-2.677143	0.001704739	0.041288487	#	0.0014286	-2.677143	0.001704739	0.041288487	#	0.0014286	-2.677143	0.001704739	0.041288487	#
36 Telemar	0.2208571	-438.8336	0.58893512	0.767191965	#	0.0242857	-48.19476	0.310218978	0.55697305	#	0.0242857	-48.19476	0.310218978	0.55697305	#
37 Unipar	0.0174286	-34.09581	0.045478805	0.13251602	#	0.285714	-569.4955	0.70799917	0.841426865	#	0.4651429	-984.205	0.691390602	0.831499009	#
38 White Martins	0.0174286	-34.09581	0.045478805	0.13251602	#	0.0174286	-34.09581	0.045478805	0.13251602	#	0.0174286	-34.09581	0.045478805	0.13251602	#
39 Alparagatas	0.0242857	-48.19476	0.310218978	0.55697305	#	0.0242857	-48.19476	0.310218978	0.55697305	#	0.0242857	-48.19476	0.310218978	0.55697305	#
40 Baumhardt	0.017	-33.681	0.191644562	0.43772272	#	0.017	-33.681	0.191644562	0.43772272	#	0.017	-33.681	0.191644562	0.43772272	#
41 Casa Anglo	1.183	-2350.563	0.369999091	0.608275506	#	1.183	-2350.563	0.369999091	0.608275506	#	1.183	-2350.563	0.369999091	0.608275506	#
42 Eberle	-0.293	583.331	0.400953707	0.633209054	#	-0.293	583.331	0.400953707	0.633209054	#	-0.293	583.331	0.400953707	0.633209054	#
Total	6 negativos					6 negativos					6 negativos				
					3					6					4
															5

considerado, e sete para "@" igual a duas vezes o maior *payout* no período considerado.

Embora os níveis de significância obtidos sejam muito baixos, para o nível 5% de significância encontra-se entre três (@ = 1) a sete (@ = maior *payout*) e para o nível de 10% de significância entre cinco (@ = duas vezes o maior *payout*) a 10 (@ = maior *payout*), e em função de indicarem o baixo grau de adequação da reta aos pontos existentes, é possível obter-se uma tendência para a amostra examinada.

É importante lembrar que a regressão linear apresenta muitas restrições como método e que na existência de poucos pontos (no caso examinado, são sete *payout* por sete anos) é bastante difícil a obtenção de uma adequação robusta dos pontos para uma reta. Na inexistência de outro método mais adequado, a informação obtida de tendência é valiosa.

Tomando o caso em que exista o maior número de empresas cujos *payout* são decrescentes no período posterior, encontra-se 34 das 42 empresas da amostra total que tiveram um acréscimo nos níveis de *payout*.

A probabilidade associada a esta amostra, neste caso, de que sobre iguais chances de ocorrer, a hipótese nula H_0 se repetirá neste fator de 34 empresas que incrementaram o seus *payout* no período posterior em relação ao período anterior em que aconteceram as reformas tributárias e oito não, é:

$$(42!/34!*8!)*0,5^{**42} = 0,000026$$

Ou seja, é muito pequena a probabilidade de que uma moeda, com iguais chances de cair em quaisquer um dos seus lados, "cara

ou coroa", caia 34 vezes de um lado e oito do outro.

A conclusão é de que a hipótese nula H_0 não se verificará e que a hipótese alternativa H_1 é verdadeira. Então, verifica-se que a tributação é tanto um fator relevante na política de dividendos das companhias brasileiras que compõem a amostra estudada, que modificaram suas políticas de dividendos em função das modificações tributárias ocorridas.

No entanto, é importante qualificar o incremento de *payout* existente nas companhias estudadas. Se as companhias que aumentaram seus *payout* foram de um ponto muito pequeno para outro, também muito pequeno mas superior ao primeiro, elas apareceram com a reta de regressão linear ascendente, o que levará a uma conclusão errônea sobre o teste feito.

Ao comparar o *payout* médio destas empresas nos anos 1987/1988 com o dos anos 1990/1991/1992 pode-se obter uma boa referência quanto à qualidade do acréscimo existente.

Na Tabela 4 - Análise dos *Payout*, Exame Qualitativo dos Incrementos, pode-se encontrar as médias dos *payout* para os exercícios sociais de 1987 e 1988 ("j") e para os de 1990, 1991 e 1992 ("k"). Tomando os três possíveis valores para "@" é feita a análise da magnitude dos incrementos para as 38 empresas da amostra que pagaram dividendos ao longo de todo o período.

Esta análise visa responder à questão de quantas empresas tiveram incrementos maiores que 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 50% e 100%. Verifica-se que para o caso onde "@" é igual ao maior *payout* no período considerado, pelo menos 16 companhias aumentaram seus *payout* em mais de 50%, mas somente 25 companhias os aumentaram em mais de 15% quando comparados os períodos

Tabela 4

Análise dos Payout, Exame Qualitativo dos Incrementos

	j	desv. padr.	k	desv. padr.	j < k	1.05j < k	1.10j < k	1.15j < k	1.20j < k	1.25j < k	1.50j < k	2j < k
@ = 1	0.276974	0.14	0.494474	0.29	36	32	31	31	31	29	25	19
@ = igual ao maior payout em 5 anos	0.305263	0.26	0.436754	0.38	33	29	27	25	25	24	16	10
@ = igual duas vezes o maior payout em 5 anos	0.346711	0.49	0.53693	0.54	36	31	30	30	30	29	22	14

j = média no período 1987/1988

k = média no período 1990/1991/1992

Total de companhias estudadas = 38

anterior e posterior às modificações tributárias.

Das 25 companhias que apresentaram acréscimos de 15% ou superiores, 18 tinham *payout* médios inferiores a 0,25 (25% do lucro pago como dividendo) no período 1987/1988⁹. Este fato pode ser um indício do atendimento pelos gestores/controladores das exigências de pagamentos mínimos feitas pelos acionistas e não uma real preocupação com as modificações tributárias.

Também verifica-se, conforme demonstra Tabela 2 (p. 30), que o número de companhias que tinham seus *payout* acima de 100% após as modificações tributárias, incluindo aquelas que pagaram dividendos tendo prejuízos nos exercícios sociais, eram de quatro em 1990, 16 em 1991 e cinco em 1992. Lembra-se que o aumento de *payout* seguido de recapitalização era uma das estratégias possíveis para a obtenção de menores taxas de pagamentos de dividendos.

Portanto, é possível concluir que as empresas consideradas apresentaram um incremento qualitativo em seus *payout*, muito embora estes poderiam ter sido incrementos maiores.

Para a realização do segundo teste, examina-se a Tabela 5 - Análise das Médias Anuais de *Payout*, onde encontra-se as médias dos *payout* anuais e os seus desvios padrões para todos os anos considerados, com as diversas possibilidades de "@" e para a amostra como um todo (42 empresas)¹⁰.

No gráfico sob a Tabela 5, pode-se verificar que a tendência

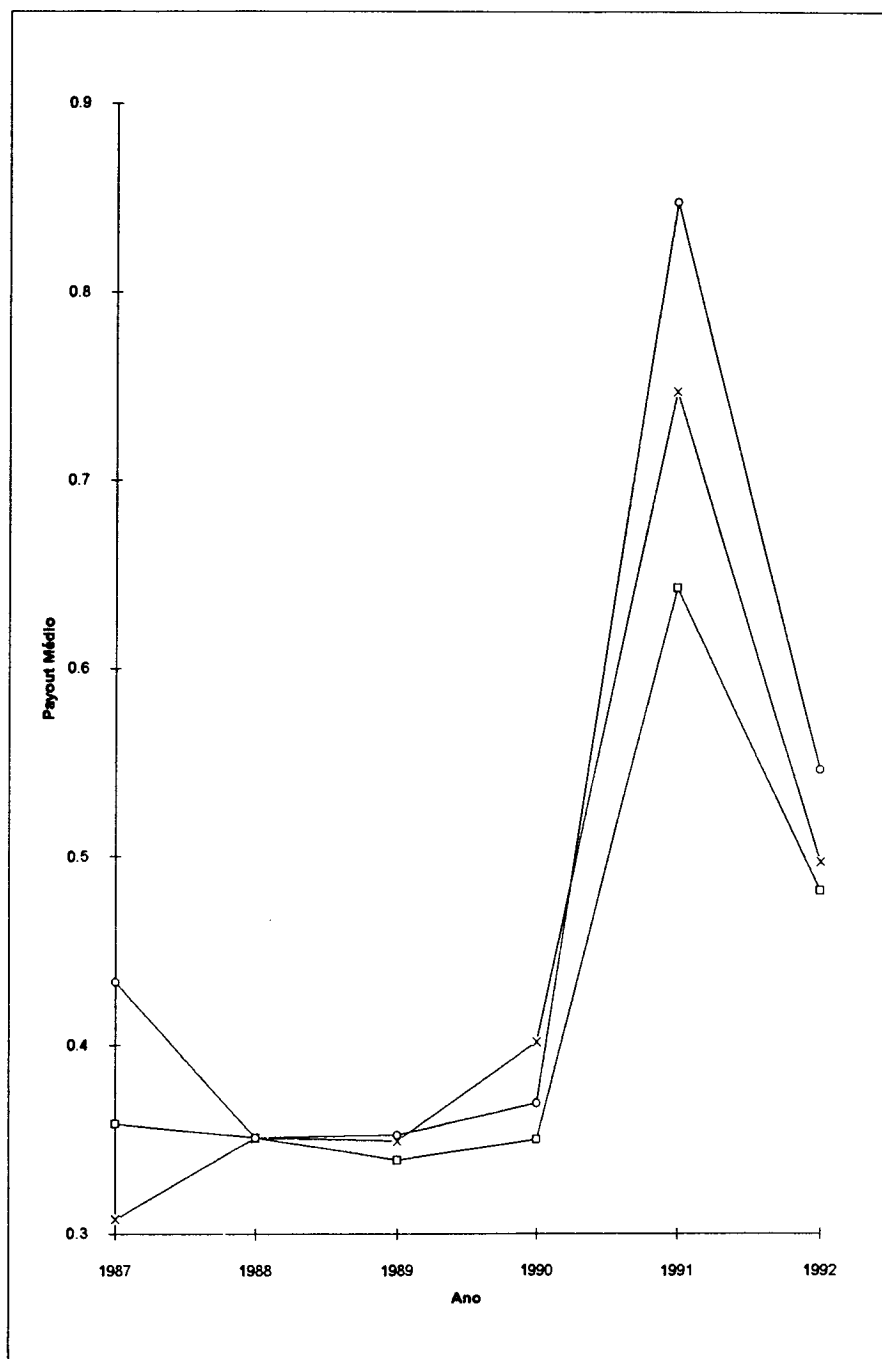
⁹De acordo com a Tabela 2 (p. 30), é possível se verificar que no período anterior às modificações tributárias, 23 empresas em 1987 e 20 em 1988 tinham níveis de *payout* inferiores a 25%, o que representa mais da metade da amostra.

¹⁰No Anexo II, pode-se encontrar o mesmo estudo aqui proposto mas tomando em conta somente as empresas que apresentaram índices crescentes em pelo menos um dos valores de "@". Verifica-se que a tendência é a mesma com médias um pouco superiores às aqui obtidas.

Tabela 5

Análise das Médias Anuais de Payout

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
média/dev.padrão						
@ = 1	0.307381	0.29	0.350952	0.3	0.350952	0.3
@ = igual ao maior payout em 5 anos	0.358571	0.51	0.350952	0.3	0.350952	0.3
@ = igual duas vezes o maior payout em 5 anos	0.433571	0.96	0.350952	0.3	0.352381	0.42



para os distintos valores de " θ " é a mesma. É um leve incremento de 1989 para 1990, um grande incremento de 1990 para 1991 e um grande declínio de 1991 para 1992.

Como a média dos *payout* de todos os exercícios sociais após as modificações tributárias (1987-1988) é superior ao do período anterior a estas modificações (1990-1991-1992), é possível confirmar os resultados dos testes realizados. Nestes casos, a confirmação da inclinação ascendente das retas de regressão linear indica que a tributação exerce influência sobre a política de dividendos das empresas, muito embora não se encontre explicação, nos testes realizados, para o declínio ocorrido no exercício social de 1992.

11- POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA AS ATITUDES DOS GESTORES

De acordo com POLI (*op.cit.*), das 21 empresas, uma pequena parte da amostra do estudo aqui apresentado, com pelo menos quatro dos cinco exercícios sociais tendo pago dividendos entre os anos de 1988 e 1991, somente quatro delas emitiram ações ou qualquer outro tipo de instrumento conversível em ações. Nestes casos, os níveis de *payout* não eram significativamente superiores no período após as modificações tributárias, se comparados com os do período anterior. A autora apresenta não encontrar nenhuma relação causa-efeito entre as modificações tributárias e as emissões ocorridas, concluindo que a estratégia proposta de altos pagamentos de dividendos/recapitalização não foi seguida.

A justificativa para a postura dos gestores/controladores das empresas estudadas, pode residir nos aspectos a seguir apresentados.

A situação econômica das empresas: devido à alta inflação brasileira e à instabilidade política existente no período recente que coincide com o das modificações tributárias, as empresas passaram a apresentar lucros, quando apresentavam, muito baixos e dificuldades de caixa, fazendo com que os riscos operacionais e financeiros subissem muito. Para atenuar esta situação, os gestores/controladores preferiram reter ao máximo o caixa existente na empresa e não pagar dividendos, mesmo sabendo que não estavam otimizando o investimento de seus acionistas.

O pequeno número de investidores de curto prazo: os gestores/controladores podem reconhecer que grande parte de seus

acionistas são investidores de longo prazo que esperam receber os dividendos e não realizar ganhos de capital. Então a estratégia proposta de altos dividendos/recapitalização não apresenta vantagens imediatas, tornando a retirada da tributação sobre dividendos e a introdução da sobre ganhos de capital elementos de pouco valor na decisão sobre a política de dividendos destas empresas.

A existência de empresas holding familiares no controle das empresas: estas formas de assegurar o controle nas empresas faz com que elas se assemelhem aos investidores de longo prazo, pois ao não negociarem suas posições, elas não realizam eventuais ganhos de capital.

A total falta de confiança na Receita Federal: embora existam penalidades severas para a evasão fiscal, a falta de confiança de que a Receita Federal brasileira tenha instrumentos para obter e controlar a coleta dos impostos de ganhos de capital a serem recolhidos gera uma despreocupação dos gestores/controladores com os impostos sobre ganhos de capital a serem realizados por seus acionistas. Eles supunham que os investidores não recolheriam esses tributos, fazendo com que qualquer meio legal para evitá-los seja totalmente desnecessário.

As constantes modificações tributárias no Brasil: ocorridas nos últimos anos para aplacar a fome fiscal do governo federal, aliadas aos planos econômicos que objetivavam a redução da inflação, podem ser a causa da pouca preocupação com as modificações tributárias ocorridas. Muito embora, ao examinar os relatórios da administração nos balanços de final de exercício das empresas da amostra, muito é colocado sobre os planos de

estabilização e as reformas tributárias, mas não há qualquer referência entre estes e a política de dividendos das empresas.

A percepção de altos riscos na execução do plano sugerido de altos dividendos/recapitalização: os gestores/controladores podem imaginar que seja muito difícil e custosa a emissão privada de ações para realizar a recapitalização da empresa, mesmo com a eventual perda resultante da transferência de riqueza que sofreriam aqueles que não subscreverem. Os investidores poderiam preferir reter os altos dividendos pagos e perder participação acionária como forma de proteção contra a inflação a reinvestir na companhia. Então, a nova emissão de ações para a recapitalização seria um insucesso.

O desconhecimento do plano de altos dividendos/recapitalização: esta é uma das possibilidades a serem consideradas, embora tenha sido publicado o plano sugerido por PROCIANOY & POLI (1993), especialmente num ambiente como o brasileiro, onde a gestão financeira das empresas dá-se num ritmo acelerado com a constante busca de formas de evitar a tributação.

Como se pode verificar, a retirada da tributação dos dividendos e a introdução da tributação dos ganhos de capital gerou atitudes de elevação dos níveis de pagamento de dividendos nos gestores das empresas estudadas, mas não ocasionou a implementação do plano de dividendos altos/recapitalização como forma de buscar uma maior redução nos tributos pagos e o aumento da riqueza dos seus acionistas.

12- CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Devido ao cenário brasileiro, às características do mercado de capitais e às modificações ocorridas com a retirada da tributação dos dividendos, e à introdução da tributação sobre ganhos de capital, é possível afirmar-se que a tributação é um fator que influencia a atitude dos gestores das empresas da amostra estudada. Portanto, os gestores irão considerar a tributação como elemento da política de dividendos de suas empresas.

Nos testes realizados, verificou-se que os diferentes valores atribuídos para "@" apresentam resultados semelhantes, diferenciando-se em magnitude e sendo iguais nas tendências indicadas.

Considerando as características do mercado de capitais brasileiro de poucos fundos para endividamento de longo prazo, e o fato da relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas negociadas em bolsa de valores ser inferior à unidade na maioria dos casos, é correta a afirmação de que a retenção dos dividendos é uma das principais fontes de recursos para o crescimento das empresas. Mesmo assim, os gestores incrementaram os dividendos pagos quando se compara os níveis de *payout* anterior e posterior às modificações tributárias ocorridas.

No entanto, fica muito difícil de encontrar a explicação para a queda nos níveis de *payout* ocorrida em 1992, pois não existiu nenhuma modificação tributária que pudesse ser a causa de tal reação.

A única explicação plausível para o grande incremento nos níveis de *payout* em 1991 é a existência de um fenômeno oriundo na Teoria de Agência. Neste caso, os gestores, ao defrontarem-se com um exercício social fraco, em muitos casos de prejuízo, optaram por sinalizar aos seus acionistas que os tempos ruins eram passageiros e resolveram manter o pagamento de dividendos. Isto pode ser verificado pelo alto número de empresas (13) que pagou dividendos, mesmo não tendo auferido lucros naquele exercício.

Portanto, é verificado que a combinação deste efeito de agência sobre o exercício de 1991 e a não utilização da estratégia de altos dividendos/recapitalização por parte dos gestores/controladores das empresas estudadas, conduzem a uma relação de agência entre os acionistas controladores/gestores e os seus acionistas minoritários, onde a maximização da riqueza dos acionistas como um todo não é buscada.

Os acionistas controladores, *per se* e através dos gestores das empresas, preferem reter os dividendos nas suas empresas a pagar maiores volumes e possibilitar a redução dos impostos incorridos.

A possibilidade de emissão de até dois-terços de ações não votantes possibilita a manutenção do controle acionário das companhias brasileiras por seus controladores com um sexto do capital total investido. No caso do pagamento dos dividendos, ao distribuir dividendos, o controlador receberá somente um sexto do total distribuído, sendo o restante remetido aos seus acionistas minoritários. Ao reter o máximo possível dos lucros, pagando poucos dividendos, este mesmo controlador possui o poder

de gestão sobre a totalidade dos recursos para realizar a sua utilidade, mesmo que isto implique em maiores impostos para seus acionistas minoritários.

Finalmente, conclui-se que a tributação é um fator considerado pelos gestores/controladores das empresas brasileiras na determinação das políticas de dividendos mas o conflito de agência gerado pelas distintas utilidades destes controladores/gestores e seus acionistas minoritários é responsável pela não adoção de estratégias fortemente redutoras da tributação dos ganhos de capital e a conseqüente não maximização da riqueza de todos acionistas.

Recomenda-se a continuidade do estudo com a ampliação dos períodos pesquisados - especialmente o ano de 1993, onde a tributação não sofreu modificações - e a busca permanente de dados complementares que possibilitem o estudo num maior número de empresas.

Um estudo dos fatores motivadores da política de dividendos, através da análise canônica, levando-se em conta dados de balanço das empresas, tais como a situação financeira, estrutura de capital, controle acionário, grau deste controle, nível de investimentos, etc., poderia acrescentar informações valiosas aos conhecimentos das políticas de dividendos das empresas brasileiras.

Sugere-se também um estudo buscando questionar os gestores, Diretores Financeiros e de Relações com o Mercado, responsáveis pelas decisões em relação ao pagamento de dividendos, objetivando a determinação dos fatores por eles sugeridos como responsáveis pela política de dividendos. Ao mesmo tempo, seria conveniente

realizar o mesmo tipo de questionamento junto aos diversos grupos representativos dos investidores para que se pudesse confrontar as respostas a serem obtidas.

A análise da reação dos investidores quanto ao preço das ações daquelas empresas que eram maiores pagadoras de dividendos antes das modificações tributárias - quando comparados os períodos anterior e posterior - pode demonstrar que os investidores procuram os investimentos que teriam a tendência de maximizar suas riquezas.

A partir destes estudos, poder-se-ia enriquecer ainda mais o conhecimento sobre as atitudes dos controladores/gestores e seus acionistas minoritários. Confirmar, através de outras pesquisas, a miopia em relação ao conflito de agência existente e seus custos, será um passo fundamental para o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, possibilitando a entrada de investidores internacionais e a integração do Brasil no mercado internacional.

BIBLIOGRAFIA

- ALCHIAN, Armen & DEMSETZ, Harold. *Production, Information Costs, and Economic Organization*. American Economic Review, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.
- AMOAKO-ADU, Ben, RASHID, M. & STEBBINS, M. *Capital Gains Tax and Equity Values: Empirical test of stock price reaction to the introduction and reduction of capital gains tax exemption*. Journal of Banking and Finance, v. 16, p. 275-287, 1992.
- AMIHUD, Yakov & MENDELSON, Haim. *Liquidity, Asset Prices and Financial Policy*. Financial Analysts Journal. Nov-Dec, p. 56-66, 1991.
- ANG, James S., BLACKWELL, David W. & MEGGINSON, William L. *The Effect of taxes on the relative valuation of dividends and capital gains: evidence from dual-class british investment trust*. Journal of Finance, v. 46, n. 1, p. 383-399, 1991.
- BARNEA, A., HAUGEN, R. A. & SENBET, L. *Agency Problems and Financial Contracting*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1985.
- BRASIL, Lei nº 6.404, *Lei das Sociedades por Ações*, 15 de Dezembro de 1976.
- _____. Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988.
- _____. Lei nº 7.799, de 10 de julho de 1991.
- _____. Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.
- BRITO, Ney Roberto Otoni de. *Tributação e formação de capital de risco*. In: *Gestão de Investimentos*. Editora UFRJ-Atlas, São Paulo, p. 43-60, 1989.
- _____. & RIETTI, Ricardo. *Efeito clientela, níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro*. Revista de Administração. v. 16, n. 1, p. 33-46, jan./mar. 1981.
- COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. Economica, n. 4, p. 386-405, 1937.
- ELTON, E. J. & GRUBER, M. J. *Marginal stockholders tax rates and the clientele effect*. Journal of Economics and Statistics, p. 68-74, February 1970.
- FAMA, Eugene F. *Agency Problems and The Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, v. 8, n. 21, p. 288-307, 1980.
- GORDON, M. J. *Optimal Investment and Financing Policy*. Journal of Finance. v. 28, n. 2, p. 264-272, 1963.
- JENSEN, Michael C. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate*

Finance and Takeovers. *American Economic Review*, v. 76, p. 323-329, 1986.

_____. & MECKLING, William H. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics*, n. 3, p. 305-360, 1976.

LEBART, L., MORINEAU, A. & WARWICH, K. *Multivariate Descriptive Analysis, Correspondence Analysis and Related Techniques for Large Matrices*. John Wiley & Sons, New York, 1984.

LEVY, Haim. *Economic Evaluation of Voting Power of Common Stock*. *Journal of Finance*, vol. 38, n. 1, p. 79-93, 1982.

MARTIN, Nilton Cano. *Dos Fundamentos da Informação Contábil de Controle*. Tese de Doutorado, FEA/USP, dezembro 1987.

MICHAELY, R. *Ex-Dividend Day Stock Price Behavior: The Case of the 1986 Tax Reform Act*. *Journal of Finance*, v. 46, n. 3, p. 845-859, 1991.

MILLER, Merton H. & MODIGLIANI, Franco. *Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*. *Journal of Business of The University of Chicago*. Chicago, v. 34, n.4, p. 411-433, 1961.

_____. & SCHOLES, M. S. *Dividends and Taxes*. *Journal of Financial Economics*, n. 6, p. 333-364, 1978.

NESS Jr., Walter Lee. *Preparativos Necessários para a Tributação de Ganhos de Capital Obtidos no Mercado À Vista em Bolsa de Valores*. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 16, p. 47-60, 1991.

POLI, Beatriz Trois Cunha. *A Resposta das Empresas à Modificação Tributária de 1989: Dividendos x Ganhos de Capital*. Dissertação de Mestrado, PPGA/UFRGS, maio 1993.

PROCIANOY, Jairo Laser. *Brazil: Company Partnership Models*. 1993 Annual BALAS Conference Proceedings, p. 191-200, 1993.

_____. & CUNHA, Beatriz Trois. *A Nova Política Fiscal, os Dividendos, os Gestores e os Acionistas*. *Perspectiva Econômica*, v. 27, n. 78, p. 37-56, 1992.

_____. & POLI, Beatriz Trois Cunha. *A Política de Dividendos como Geradora de Economia Fiscal e do Desenvolvimento do Mercado de Capitais: Uma Proposta Criativa*. *Revista Brasileira de Administração*, n. 4, p. 6-15, jul./ago. 1993.

SCHALL, Lawrence D. & HALEY, Charles W. *Introduction to Financial Management*. McGraw-Hill, New York, 5 ed., p. 365-389, 1988.

Anexo I

Demonstração dos Ganhos com a Recapitalização e da Indiferença do ILL sobre a Política de Dividendos

Apresenta-se dois exemplos numéricos, um para os anos de 1990 e 1991, quando o Imposto sobre Lucro Líquido - ILL estava em vigor e, outro para os anos de 1992 e 1993, quando o ILL já deixara de vigorar.

Em ambos os casos, tomar-se-á valores reais da moeda, sem que seja considerado qualquer processo inflacionário, para efeitos deste exemplo numérico.

O preço atual da ação preferencial da companhia ABC é de \$120, e o Sr. João comprou-a por \$70, há dois meses.

A ABC obteve um lucro por ação, passível de distribuição, de \$40, neste exercício social. A ABC tem duas opções:

- 1) pagar \$10 (mínimo legal); ou
- 2) pagar \$40 de dividendos e fazer uma emissão particular de ações no valor de \$30, com 100% de direito de preferência.

A subscrição a \$30 é feita abaixo do valor de mercado das ações da companhia ABC. A não subscrição do direito de preferência pelo acionista possuidor deste direito representa uma perda direta de patrimônio para ele e um ganho para quem realizar a subscrição em seu lugar. Este mecanismo cria grandes incentivos para que todos subscrevam e, portanto, retornem ao caixa os valores desejados pela companhia.

Exemplo numérico para os anos de 1990 e 1991, extraído de PROCIANOY & CUNHA (1992).

Caso realize a primeira opção, teremos os seguintes custos e ganhos líquidos:

Dividendo distribuído = \$10

ILL da empresa: 8% de \$40 = \$3,2

Preço da ação após a distribuição =

= \$120 (preço com) - \$10 (dividendo) = \$110

Ao vender a ação o investidor realizará um ganho bruto de

capital = \$110 (preço ex) - \$70 (custo aquisição) = \$40

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$40 = \$10

Ganho líquido de capital =

= \$40 (ganho bruto de capital) - \$10 (IR) = \$30

Ganho líquido para o investidor =

= \$10 (dividendos) + \$30 (ganho líquido de capital) = \$40

Totais de impostos pagos =

= \$3,2 (ILL) + \$10 (IR ganho de capital) = \$13,2

Saída total de caixa para a empresa =

= \$10 (dividendo) + \$3,2 (ILL) = \$13,2

Caso realize a segunda opção, sugerida pelos autores, serão obtidos os seguintes valores:

Dividendo distribuído = \$40

ILL da empresa: 8% de \$40 = \$3,2

Preço da ação após a distribuição =

= \$120 (preço com) - \$40 (dividendo) = \$80

Chamada de capital, 100% de direito de preferência = \$30

Cada acionista passou a ter 2 ações, cujo valor total ajustado será = \$80 (valor após distribuição) + \$30 (valor de subscrição) = \$110

Caso o investidor venda as ações realizará um lucro =
= \$110 - {\$70 (custo original de aquisição) + \$30 (subscrição)} = \$10

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$10 = \$2,5

Ganho líquido de capital =
= \$10 (ganho de capital) - \$2,5 (IR) = \$7,5

Ganho líquido para o investidor =
= \$40 (dividendo) + \$7,5 (ganho líquido de capital) = \$47,5

Totais de impostos pagos =
= \$3,2 (ILL) + \$2,5 (IR ganho de capital) = \$5,7

Saída total de caixa para a empresa =
= {\$40 (dividendo) + \$3,2 (ILL)} - \$30 (subscrição) = \$13,2

Quadro Resumo

OPÇÕES	Dividendos \$	Ganhos Líquidos	IR Pagos	Caixa Empresa
Opção 1	10	40	13,2	13,2
Opção 2	40	47,5	5,7	13,2

Pode-se concluir que, caso seja tomada a opção 2, houve uma transferência de recursos, no valor de \$7,5 do total de impostos pagos para os ganhos líquidos dos acionistas, no caso Sr. João. Este ganho é um incremento de 18,75% sobre o que eventualmente seria recebido pelos acionistas na primeira opção.

Exemplo numérico para o ano de 1992, extraído de PROCIANOY & POLI (1993).

Para a terceira opção, serão encontrados os seguintes custos e ganhos líquidos:

Dividendo distribuído = \$10

Preço da ação após a distribuição =
= \$120 (preço com) - \$10 (dividendo) = \$110

Ao vender a ação o investidor realizará um ganho bruto de capital = \$110 (preço ex) - \$70 (custo aquisição) = \$40

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$40 = \$10

Ganho líquido de capital =
= \$40 (ganho bruto de capital) - \$10 (IR) = \$30

Ganho líquido para o investidor =
= \$10 (dividendos) + \$30 (ganho líquido de capital) = \$40

Totais de impostos pagos = \$10 (IR ganho de capital)

Saída total de caixa para a empresa = \$10 (dividendo)

Para a realização da quarta opção, sugerida pelos autores, tem-se os seguintes valores:

Dividendo distribuído = \$40

Preço da ação após a distribuição =

= \$120 (preço com) - \$40 (dividendo) = \$80

Chamada de capital, 100% de direito de preferência = \$30

Cada acionista passou a ter 2 ações, cujo valor total ajustado será = \$80 (valor após distribuição) + \$30 (valor de subscrição) = \$110

Caso o investidor venda as ações realizará um lucro =

= \$110 - {\$70 (custo original de aquisição) + \$30 (subscrição)} = \$10

Imposto sobre ganho de capital = 25% de \$10 = \$2,5

Ganho líquido de capital =

= \$10 (ganho de capital) - \$2,5 (IR) = \$7,5

Ganho líquido para o investidor =

= \$40 (dividendo) + \$7,5 (ganho líquido de capital) = \$47,5

Totais de impostos pagos = \$2,5 (IR ganho de capital)

Saída total de caixa para a empresa =

= \$40 (dividendo) - \$30 (subscrição) = \$10

Quadro Resumo

OPÇÕES	Dividendos \$	Ganhos Líquidos	IR Pagos	Caixa Empresa
Opção 3	10	40	10	10
Opção 4	40	47,5	2,5	10

Pode-se concluir que, caso seja tomada a opção 4, haverá uma transferência de recursos, no valor de \$7,5 do total de impostos pagos para os ganhos líquidos dos acionistas, no caso Sr. João. Este ganho é um incremento de 18,75% sobre o que eventualmente seria recebido pelos acionistas na terceira opção.

Cabe lembrar que a vantagem fiscal, em ambos os exemplos numéricos, poderá sofrer alterações caso sejam modificadas as quantias relativas pagas na forma de dividendos, e no percentual e valor da emissão privada de ações. Essa possibilidade, entretanto, não contraria a evidência dos ganhos constatados na aplicação da proposta.

Ao comparar-se o exemplo numérico para os anos de 1990/1991 com o para os anos de 1992/1993, verificamos que o ILL apresenta o efeito de aumentar a carga de impostos globais pagos e, conseqüentemente, afeta o fluxo de caixa da empresa. Neste caso, com efeitos sobre a empresa sem modificar a carga tributária dos investidores. Portanto, pode-se verificar que no ano de 1988, quando o ILL era o único tributo com alguma vinculação à política

de dividendos, a distribuição de mais ou menos dividendos não recebia nenhuma influência tributária, o que faz com que se considere este ano como indiferente ou neutro do ponto de vista da empresa pagadora.

Para os detentores destas ações em 1988, o maior pagamento de dividendos seria muito desejado como sempre, e em especial neste momento, pois a tributação não existia como nos anos anteriores. O aumento do pagamento dos dividendos seria visto como uma alternativa à venda total ou parcial das ações, viabilizando novas subscrições ou alguma diversificação desejada pelo investidor. Portanto, pode-se verificar que não se trata de um incentivo ao maior pagamento de dividendos pelas empresas, mas sim da retirada de um desincentivo para a efetivação deste pagamento, a tributação.

Anexo II

Análise Estatística Descritiva para as Empresas cujo Índice Payout cresceu

Tabela 6

Análise das Médias Anuais para as Empresas cujo Índice Payout cresceu

	1987		1988		1989		1990		1991		1992	
médias/dev padrão												
⊙ = 1	0.274412	0.29	0.30912	0.19	0.30912	0.19	0.36824	0.26	0.63765	1.29	0.56228	0.52
⊙ = igual ao maior payout em 5 anos	0.274412	0.29	0.30912	0.19	0.30912	0.19	0.30412	0.17	0.66676	1.29	0.54355	0.52
⊙ = igual duas vezes o maior payout em 5 anos	0.274412	0.29	0.30912	0.19	0.31	0.26	0.32824	0.18	0.81941	1.3	0.62161	0.66

