

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

A RESPOSTA DAS EMPRESAS À MODIFICAÇÃO TRIBUTÁRIA DE 1989:
DIVIDENDOS X GANHOS DE CAPITAL

336.76
P 766Y

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

UFRGS
Escola de Administração
BIBLIOTECA
R. Washington Luiz, 655
Fone: (51) 316-3840 - Fax: (51) 316-3091
CEP 90010-460 - Porto Alegre - RS - Brasil

BEATRIZ TROIS CUNHA POLI

AGOSTO DE 1993

AGRADECIMENTOS

Ao professor Jairo L. Procianoy, pela orientação e colaboração durante o curso de pós-graduação, além da amizade e incentivo indispensáveis para meu crescimento profissional e para a realização dessa dissertação.

Ao professor Jaime Fensterseifer, pela importante co-orientação na realização deste trabalho.

À professora Ruth Fricke pelo valioso auxílio na estatística.

Aos professores, colegas e funcionários do P.P.G.A. pelo apoio durante o curso, em especial aos colegas Paulo Terra e Jorge Zanette.

Ao CNPq, pela concessão de auxílio que viabilizou esta dissertação.

Aos meus irmãos, pela amizade e incentivo nas horas mais difíceis.

Ao César, meu marido, pelo incentivo e apoio constante. Exemplo de força e persistência. Pessoa indispensável para o término deste trabalho.

Aos meus pais pela dedicação, paciência e compreensão, manifestadas durante todo o curso.

A todos aqueles que, direta ou indiretamente, colaboram para a realização deste trabalho.

SUMÁRIO

	Página
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA.....	4
3. OBJETIVOS.....	8
3.1 Objetivos Gerais.....	8
3.2 Objetivos Específicos.....	8
3.3 Justificativa.....	9
4. METODOLOGIA.....	11
4.1 Metodologia Estatística.....	17
4.1.1 Tamanho da Amostra.....	17
4.1.2 Análise Descritiva.....	19
4.1.3 Tratamento Estatístico.....	20
- Teste de Hipótese para Diferença entre Médias.....	21
- Análise de Variância.....	23
- Seqüência de Intervalos de Confiança.....	24
- Análise de Correlação e Regressão.....	25
- Testes Não Paramétricos.....	28
5. POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	29
6. A RELEVÂNCIA OU IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS NO VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO.....	32
6.1 Teoria de Modigliani & Miller (Teoria M & M).....	33
6.2 Teoria de Gordon.....	37
6.3 Teoria Residual.....	39
6.4 Fatores Relevantes no Relacionamento entre Dividendos e Investidores.....	42
6.4.1 Conteúdo Informacional.....	42

6.4.2 Efeito Clientela.....	43
7. POLÍTICA E FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DOS LUCROS.....	45
7.1 Política de Pagamentos.....	45
7.2 Formas de Pagamento.....	47
8. EFEITO ECONÔMICO DA TRIBUTAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS.....	53
9. A RELAÇÃO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS COM A TEORIA DA AGÊNCIA.....	63
9.1 A Distribuição dos Lucros: Problema ou Instrumento de Monitoração.....	69
10. AS RESTRIÇÕES LEGAIS E TRIBUTÁRIAS NO BRASIL....	76
10.1 Restrições Legais.....	76
10.2 Restrições Tributária.....	80
10.2.1 Estratégia de Política de Dividendos para após as Alterações Tributárias.....	86
11. PESQUISA DE CAMPO.....	89
11.1 Tamanho da Amostra.....	89
11.2 Teste de Hipótese para Diferença entre Médias..	90
11.3 Estudo das Variações do Índice <i>payout</i>	91
11.3.1 Análise de Variância com dois fatores: Grupos e Períodos.....	91
11.3.2 Seqüência de Intervalos de Médias por Empresa	93
11.3.3 Análise de Correlação e Regressão Linear Simples.....	94
11.3.4 Teste Não Paramétrico - Qui-Quadrado.....	97
11.3.5 Resultados e Discussões.....	97
12. CONCLUSÃO.....	102
13. BIBLIOGRAFIA.....	107

14. ANEXO A - Figuras de Regressão Linear Simples do Índice Payout dos Três Grupos de Empresas Estudados.....	119
15. APÊNDICES.....	122

LISTA DE TABELAS E FIGURAS

- Tabela 1 - Análise de variância com dois fatores.
- Tabela 2 - Média dos índices *payout* de cada empresa para o período de 1987/88 e 1990/91.
- Tabela 3 - Análise de variância do índice *payout* entre as empresas do grupo amostral e entre os períodos de 1987/88 e 1990/91.
- Tabela 4 - Seqüência de intervalos de confiança, em ordem crescente, considerando os anos 1987, 1988, 1990 e 1991.
- Tabela 5 - Análise de variância do índice *payout* entre as empresas do grupo amostral durante os períodos de 1987/88 e 1990/91.
- Tabela 6 - Regressão linear simples do grupo que aumentou o índice *payout*, período de 1987/88 para o de 1990/91.
- Tabela 7 - Regressão linear simples do grupo que diminuiu o índice *payout*, período de 1987/88 para o de 1990/91.
- Tabela 8 - Regressão linear simples do grupo que manteve o índice *payout*, período de 1987/88 para 1990/91.
- Tabela 9 - Relação da política de dividendos com a subscrição no período de 1990/91.

Figura 1 - Regressão linear simples do grupo das empresas que aumentou o índice *payout* do período de 1987/88 para o de 1990/91.

Figura 2 - Regressão linear simples do grupo das empresas que diminuiu o índice *payout* do período de 1987/88 para o de 1990/91.

Figura 3 - Regressão linear simples do grupo das empresas que aumentou o índice *payout* do período de 1987/88 para o de 1990/91.

RESUMO

No Brasil, em 1990, houve uma modificação nos tributos incidentes sobre rendimentos obtidos do capital aplicado em ações. Os ganhos de capital auferidos na venda de ações passaram a ser tributados e os dividendos recebidos, isentos. Nesse caso, o dividendo é a forma que proporciona, ao acionista, maior retorno líquido do seu capital investido.

Este trabalho procurou verificar a resposta das companhias abertas a esta modificação tributária de 1990, ou seja, se as empresas aumentaram o pagamento de dividendos, proporcionando aos acionistas maior rentabilidade líquida sobre o capital investido. Além disso, buscou-se analisar se as empresas têm utilizado o mercado acionário para financiar o aumento de dividendos pagos.

Na pesquisa foram avaliadas as políticas de dividendos de 21 empresas não bancárias de capital aberto que distribuíram dividendos antes e depois das alterações fiscais durante o período de 1987 a 1992. Os resultados mostraram que a maioria das companhias não adotaram, após 1990, políticas de dividendos crescentes conforme esperado, pois a tributação total resultante diminuiu. Além disso, constatou-se que essas empresas não possuem um índice de payout constante ao longo do tempo, ou seja, uma política de dividendos de longo prazo para o período examinado.

Chegamos a conclusão que as atitudes dos gestores destas empresas - na maioria dos casos são os próprios acionistas controladores - não é maximizadora da riqueza dos seus acionistas. Portanto, existem forte indícios de conflito de interesses entre gestores/majoritários e acionistas minoritários.

ABSTRACT

In 1990, Brazilian fiscal law changed toward an increase of capital gains taxation on stocks and a reduction to zero on dividends income taxation. Due this fiscal reform, receipt of dividends over stock valuation represents and increase of possible net profits.

On this paper work we studied possible attitude modifications done by public traded Brazilian companies regarding an increase of dividends pay-out. And, as consequence, the use of new capital issues as a way to finance dividends pay-out.

In our research, we found 21 industrial companies which they paid dividends from 1987 till 1992, during all over this period. Results shown that the great majority of the companies did not increased their dividends pay-out, and, also, it was possible verify that those companies did not have a constant dividends policy over this period.

We conclude that the attitudes by managers and the most of the cases majority shareholders, it is not "wealth shareholder maximization" attitude. So, we may infer that there is a possible conflict of interest between Manager/Majority shareholders and Minority shareholders.

1. INTRODUÇÃO

O desenvolvimento econômico de um país depende do crescimento de suas empresas. No entanto, o ritmo de crescimento dessas é condicionado, entre outros fatores, à capacidade de obtenção de recursos para financiar seus investimentos.

Empresas em crescimento necessitam constantemente de recursos para investimentos em seus ativos permanentes e/ou para o aumento de suas atividades (capital de giro). Esses recursos são escassos e, muitas vezes, há dificuldade em captá-los externamente à empresa. Isso faz da retenção de lucros uma de suas principais fontes de recursos disponíveis (WESTON & COPELAND, 1986). Conseqüentemente, a distribuição de dividendos, por representar uma efetiva diminuição de caixa e interferir no ritmo de crescimento das empresas, torna-se muitas vezes indesejável para os empresários.

O investidor apresenta duas formas de obter o retorno do seu capital investido em ações - recebimento de dividendos ou ganhos de capital. A tributação incide diferentemente em cada uma destas formas. Se ambas possuem o mesmo nível de risco, a preferência do investidor vem sendo por aquela que lhe proporcione maior rentabilidade líquida.

Na teoria financeira existem opiniões distintas, como a

de MODIGLIANI & MILLER (1961) e GORDON (1963), sobre a relevância ou não da política de dividendos na precificação das ações no mercado acionário. Entretanto, há um consenso entre esses autores sobre a importância dessa política no valor da firma, quando existe uma diferença de impostos sobre o pagamento de dividendos e ganhos de capital. Há também concordância no sentido de que essa diferença de tributação tem reflexo na formação de capital de risco.

Os empresários, por sua vez, tendem a considerar a criação de novos tributos e o aumento das alíquotas do imposto - a ser pago pela empresa e/ou pelo acionista - como um dos principais inibidores do desenvolvimento de uma empresa e do mercado acionário (NESS, 1991). Um aumento de impostos, por exemplo, irá reduzir o caixa da companhia, sendo que este recurso poderia ser utilizado para financiar novos investimentos, ou para ser distribuído entre seus acionistas. Para o investidor, um aumento na carga tributária sobre ganhos de capital irá diminuir a rentabilidade de suas ações e, conseqüentemente, o volume de capital a ser investido no mercado acionário.

Porém, a criatividade e o conhecimento teórico possibilitam que os empresários aproveitem as alterações fiscais, utilizando políticas de dividendos que beneficiem os seus acionistas e permitam o crescimento de suas empresas.

Em relação à política fiscal brasileira, após 1988, ocorreram algumas mudanças nos impostos incidentes sobre rendimentos obtidos do capital aplicado em ações. A partir do

Plano Collor, modifica-se a relação da tributação entre ganhos de capital e dividendos. Os ganhos de capital obtidos da venda de ações passam a ser tributados e os dividendos, isentos.

A partir da definição do problema (capítulo 2), este trabalho pretende estudar a relação entre a política de dividendos das empresas brasileiras e política fiscal decorrente do Plano Collor.

Inicialmente, serão colocados os objetivos deste trabalho (capítulo 3) e a metodologia adotada (capítulo 4) para o estudo proposto. No capítulo 5, definiremos Política de Dividendos. A demonstração das teorias existentes e as distintas formas de pagamento dos dividendos, serão contempladas nos capítulos 6 e 7, respectivamente. As influências da tributação sobre a poupança financeira de um país e sobre o mercado de capitais serão expostas no capítulo 8. Após serão abordadas a relação da política de dividendos com a teoria da agência (capítulo 9), e as restrições legais e tributárias no Brasil (capítulo 10). Finalmente, o capítulo 11 demonstrará a pesquisa de campo realizada e os resultados obtidos neste trabalho.

2. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

O retorno dos investimentos feitos em ações pode se dar através de dividendos recebidos ou de ganhos de capital auferidos (valorização de ações). O interesse de quem investe em ações é o de conseguir a maior rentabilidade líquida, dado o mesmo nível de risco. Assim, embora o investidor possa ter preferências por receber dividendos ou por auferir ganhos de capital, ele irá procurar uma empresa cuja ação lhe possibilite maiores ganhos líquidos após a tributação.

As teorias existentes sobre a política de dividendos, de MODIGLIANI & MILLER (1961), de GORDON (1963) e a teoria Residual (SCHALL, 1988), concordam a respeito de que a decisão dos empresários de distribuir ou não os lucros irá interferir no valor da firma quando houver uma diferença de tributação entre os dividendos recebidos e os ganhos de capital auferidos. A decisão será pela forma que proporcione a maximização da riqueza dos seus investidores (acionistas).

Os estudos de ELTON & GRUBER (1970); LONG (1978); MORGAN (1980); ANG, BLACKWELL & MEGGINSON (1991) e AMOAKO-ADU, RASHID & STEBBINS (1992), confirmam a influência da tributação na preferência do investidor sobre a forma de receber o retorno de seu capital. Esses autores defendem que a tributação interfere na política de dividendos das

empresas. Em síntese, os estudos mostram que quando a tributação sobre os ganhos de capital for menor do que sobre os dividendos, o investidor procurará adquirir ações com alta valorização e baixos dividendos. Caso a tributação sobre os dividendos for menor que sobre os ganhos de capital, o investidor irá procurar investir em companhias pagadoras de altos volumes de dividendos.

Porém, alguns estudos, como os de MILLER & SCHOLLES (1978) e de MICHAELY (1991), sugerem que a legislação fiscal vigente nos Estados Unidos tem pouca importância na política de dividendos das empresas. Para esses autores podem ser estabelecidas estratégias para que o investidor possa evitar os impostos incidentes sobre dividendos recebidos ou sobre ganhos de capital auferidos. Assim, alterações na tributação sobre o recebimento de dividendos e/ou de ganhos de capital, não modificam a preferência dos investidores em relação à forma de retorno do seu capital. Há também outros autores, entre eles, BLACK & SCHOLLES (1974) e BAILEY (1988) que afirmam em seus estudos que a tributação não tem nenhuma influência na preferência dos investidores.

Além dos efeitos sobre os próprios investidores, a tributação sobre os dividendos ou sobre os ganhos de capital apresenta reflexos na formação de capital de risco. FELDSTEIN et al (1979) e SINN (1991), entre outros, afirmam que as mudanças no imposto de renda das pessoas físicas e jurídicas têm efeito significativo na política financeira das empresas e no crescimento econômico de um país. Em outras palavras, a

decisão das empresas de captarem recursos externos via dívida ou ações é influenciada pela tributação.

Em relação ao gestor, este, muitas vezes, prefere não distribuir o lucro da empresa. A retenção de lucros diminui o risco de não haver capital de giro para financiar as atividades operacionais da empresa, proporcionando aos gestores uma maior segurança (HILL & SNELL, 1989). No entanto, essa decisão nem sempre gera um aumento na riqueza dos acionistas. Os investimentos feitos com esses recursos podem ser menos rentáveis do que os investimentos que poderiam ser feitos pelos próprios acionistas, caso os dividendos tivessem sido pagos. Logo, verifica-se que os interesses dos gestores e dos investidores podem ser conflitantes.

Em função da possibilidade de haver divergência de interesses entre investidores e gestores, alguns autores, como ALCHIAN & DEMSETZ (1972) e JENSEN & MECKLING (1976), passaram a questionar o princípio neoclássico da teoria financeira de que o objetivo principal dos administradores é maximizar a riqueza de seus acionistas. Tal questionamento originou a teoria da agência financeira. Segundo essa teoria, os investidores e os gestores agem com a finalidade de maximizar a utilidade de ambos, a qual pode ser contraditória e diferente da maximização do valor da firma.

No mercado brasileiro, a tributação sobre as operações em bolsa de valores, no Governo Collor, sofreu várias modificações. O imposto sobre os dividendos distribuídos

pelas companhias abertas, que era retido exclusivamente na fonte, tornou-se isento para os investidores. Para a empresa, a tributação passou a incidir sobre o lucro líquido total (ILL), independente de haver ou não a sua distribuição.

Adicionalmente, foi criado o imposto de renda incidente sobre os ganhos auferidos em operações realizadas em bolsa de valores, de futuros, de mercadorias e de instituições assemelhadas.

Segundo PROCIANOY & CUNHA (1992), após essas alterações tributárias, as empresas brasileiras deveriam adotar como política de dividendos o pagamento máximo possível de dividendos, e, concomitantemente realizar uma emissão particular de ações. Essa emissão tem como objetivo recapitalizar e fazer frente aos desejos de investimentos e manutenção dos níveis de risco financeiro das companhias. Isso poderia reduzir a tributação sobre ganhos de capital para os investidores, pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimentos, e possibilitar uma retenção maior de recursos no mercado de capitais.

Assim, à luz das teorias existentes sobre a política de dividendos, das verificações empíricas em outros mercados acionários e da teoria da agência, o problema pode ser definido pela investigação do comportamento das empresas brasileiras em relação a suas políticas de dividendos após as alterações tributárias ocorridas a partir de 1988.

3. OBJETIVOS

3.1. Objetivos Gerais

O estudo tem como finalidade mostrar o grau de interferência da reforma fiscal (em relação à tributação de dividendos e de ganhos de capital), após o Plano Collor, na política de dividendos das empresas brasileiras.

Além disso, tem como objetivo verificar se os gestores das companhias brasileiras utilizam políticas de dividendos que diminuem o efeito da carga tributária na riqueza de seus acionistas, sem prejudicar o crescimento de suas empresas.

3.2. Objetivos Específicos

- Analisar a política de dividendo das empresas que modificaram o pagamento de dividendos após a nova política tributária;

- verificar quais as empresas que, após a alteração da política fiscal, aumentaram sua distribuição de dividendos e fizeram ao mesmo tempo uma emissão de novas ações;

- analisar se a política de dividendos utilizada pelas empresas brasileiras visam a maximização da riqueza de seus acionistas.

Em síntese, o objetivo deste trabalho foi testar as

seguintes hipóteses:

H1 - houve alteração na política de dividendos das companhias abertas brasileiras, após as alterações tributárias ocorridas no período de 1988 a 1990;

H2 - as empresas que aumentaram sua distribuição de dividendos fizeram ao mesmo tempo uma emissão de novas ações, após as alterações na legislação tributária.

3.3. Justificativa

O mercado acionário possui um papel importante na formação de capital de um país, e conseqüentemente, no seu desenvolvimento. Além disso, ele pode ser considerado como uma fonte alternativa para captação de recursos para as empresas. Isso ocorre, principalmente, em países como o Brasil, carentes de poupanças e de fontes de recursos de longo prazo.

A tributação pode influenciar tanto na decisão de captação de recursos (pelos empresários), via mercado acionário, como no nível de participação do capital de risco na economia de um país. Devido a esse fator - como por exemplo a Austrália e os Estados Unidos - tem havido uma grande preocupação em descobrir modelos de políticas de dividendos que permitam diminuir os impostos (sobre dividendos e sobre ganhos de capital) pagos pelos investidores (CHAN et al., 1992; CHANG & NICHOLS, 1992).

Assim, entende-se que para o mercado acionário contribuir

significativamente na formação de capital de risco do Brasil é importante conhecer quais são os fatores que interferem nesse mercado. Dentro desse enfoque, é importante conhecer como as empresas reagem às alterações tributárias e avaliar se a política de dividendos adotada pelas empresas brasileiras possibilita a maior rentabilidade líquida a seus acionistas, dado o mesmo nível de risco. Por isso, este trabalho concentrou-se em verificar qual a relação que existe entre a política fiscal sobre as operações em bolsa de valores e as políticas de dividendos das companhias abertas brasileiras.

4. METODOLOGIA

A pesquisa de campo iniciou com a seleção das companhias abertas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (exceto instituições financeiras e seguradoras) que pagaram dividendos no exercício de 1990 e 1991, período após a vigência da nova política fiscal.

Nesse primeiro requisito, restringiu-se o universo das empresas a serem pesquisadas, pois um grande número de empresas não pagaram dividendos nesse período. Isso ocorreu em função dessas companhias estarem em dificuldades financeiras, gerando prejuízo nesses exercícios sociais (1990, 1991). No Brasil, as companhias abertas só são isentas do pagamento de dividendos quando obtêm prejuízo, ou quando comunicam à Assembléia Geral Ordinária que o pagamento é incompatível com a situação financeira da empresa (vide Cap. 10).

Cabe salientar que não há como avaliar, através das informações públicas disponíveis, a política de dividendos de uma empresa que teve prejuízo e não pagou dividendos durante algum exercício social. Quando a empresa apresentar lucro, irá obrigatoriamente pagar dividendos, não se conseguindo verificar se o índice *payout* (dividendo/lucro líquido) é superior ao do período anterior. Além disso, é importante

ênfatizar que as companhias que tiveram prejuízo e pagaram dividendos não foram excluídas da amostra, passando a ser avaliadas separadamente.

Em relação às instituições financeiras e seguradoras, essas foram excluídas por possuírem características distintas. A proporção de capital sobre o ativo total, por exemplo, influencia as decisões de financiamento nessas empresas. Nesse caso, o capital social é um parâmetro para a captação de recursos e conseqüentemente para os empréstimos. Assim, nessas instituições a chamada de capital tende a ser freqüente, dificultando a precisão do estudo sobre a relação da subscrição com a política de dividendos.

As informações sobre quais as empresas que pagaram dividendos no período estabelecido foram obtidas através do Suplemento de Orientação da Bolsa de Valores de São Paulo dos meses de maio, agosto, dezembro e janeiro dos anos de 1990, 1991 e 1992. Selecionou-se esses meses em função dos seguintes fatores:

- no mês de abril se verifica um número significativo de empresas que anunciam a distribuição de seus dividendos;

- no mês de agosto se obtém as informações de todos os pagamentos realizados no primeiro semestre, referentes ao exercício do ano anterior;

- nos meses de dezembro e janeiro se obtém os dividendos pagos referentes ao primeiro semestre do exercício em vigência ou os próprios pagamentos anuais.

Para a verificação da primeira hipótese (H1) - houve

alteração na política de dividendos após as alterações tributárias - foi necessário analisar e comparar a política de dividendos anterior e posterior ao Plano Collor. Com isso, partindo dessa primeira seleção, buscou-se verificar quais dessas empresas pagaram dividendos anteriormente às alterações fiscais, nos exercícios sociais de 1987, 1988 e 1989. Assim, o grupo pesquisado foi formado pelas companhias abertas que distribuíram dividendos durante todo o período de 1987 a 1991 (em todos os cinco anos), isto é, nos exercícios sociais de 1987, 1988 (período anterior às reformas fiscais), 1989 (exercício em que iniciaram as mudanças tributárias), 1990 e 1991 (período posterior às alterações ocorridas na tributação).

Para se saber quais as empresas que distribuíram dividendos nos exercícios sociais de 1987, 1988 e 1989 foi utilizada a mesma fonte e critério anteriormente usados para os exercícios de 1990 e 1991: Suplemento de Orientação da Bolsa de Valores de São Paulo dos meses de maio, agosto, dezembro e janeiro dos anos de 1987 (a partir do mês de dezembro), 1988, 1989 e 1990.

Selecionou-se 60 empresas que representam a população a ser analisada (N=60). Dessas empresas buscou-se obter informações sobre o lucro líquido anual do exercício, o lucro ajustado (que é base de cálculo para os dividendos -ver cap. 10) e o volume de dividendos efetivamente distribuído, com a respectiva data do início de pagamento. Esses dados são necessários para se calcular o índice de pagamento de

dividendos (índice *payout* real) utilizados pelas empresas.

Os dados sobre o lucro líquido, o lucro ajustado e o pagamento dos dividendos das empresas foram conseguidos através de anúncios de pagamentos publicados na Gazeta Mercantil, Relatórios e Balanços Anuais das empresas, fax e correspondências enviadas diretamente pelas empresas em resposta ao questionamento proposto. Também buscou-se os dados nas pastas de informações das companhias abertas do banco de dados da Bolsa de Valores de São Paulo e do Extremo Sul, Corretora Solidus, Corretora Meridional e Fundação CEEE.

No entanto, apesar das informações necessárias serem públicas, houve grande dificuldade em obtê-las. Entre as inúmeras dificuldades, cabe salientar as seguintes:

- o fato do volume total pago de dividendos - como a data de pagamento - não ser dado constantemente acompanhado pelos analistas de mercado;
- o descaso de muitas empresas à pesquisa. Dos questionamentos encaminhados às empresas, não se obteve retorno de um grande número deles. Além disso, muitas das informações retornaram incompletas e não foi possível complementá-las junto às empresas.

Assim, a análise restringiu-se a uma amostra de 21 empresas, das quais se obteve todas as informações necessárias. Além disso, devido à presença de informações que não são avaliadas parametricamente (índice *payout* inexistente), essa amostra ($n=21$) foi utilizada como amostra piloto para estimar as informações típicas da estrutura de

variabilidade da população. Com base nessa amostra, contendo 21 dados válidos, foi dimensionada uma amostra de tamanho $n=14$, com erro de 10% e confiabilidade de 86%.

Em resumo, a amostra piloto deu origem a dois grupos:

- $n=14$, empresas que tiveram lucro e distribuíram dividendos. Foi utilizado esse tamanho de amostra nos testes estatísticos;

- $n=7$, empresas que tiveram prejuízo e distribuíram dividendos. Essas empresas não foram incluídas no tamanho da amostra para os testes estatísticos, mas foram analisadas posteriormente por possuírem uma política de aumento de pagamento de dividendos.

Após a coleta de todos os dados, calculou-se o índice payout anual de cada empresa. Esse índice consiste na divisão dos dividendos sobre o lucro ajustado. Em função dos dividendos de cada empresa serem pagos em datas diferentes, para se obter um índice real, foi necessário colocar os valores dos dividendos efetivamente pagos e do lucro ajustado (de cada ano) em valores de uma mesma data base. A data base para atualização dos valores foi 31 de dezembro (data de encerramento do exercício social das empresas pesquisadas).

Para padronizar a atualização dos valores, o fator de correção utilizado foi o IGP - Índice Geral de Preços (Oferta Global) da Fundação Getúlio Vargas, obtido através da Revista Conjuntura Econômica nos seguintes volumes: janeiro de 1989, 1990 e 1992, de março de 1988 e de abril de 1991.

O dividendo antecipado foi inflacionado da data de

pagamento até 31 de dezembro de cada ano correspondente, e o dividendo anual pago foi deflacionado da data de início de pagamento até 31 de dezembro do referente exercício.

Não foram calculados os índices *payout* para o exercício social de 1989, por terem ocorrido nessa época as mudanças tributárias - período de transição. Algumas empresas anteciparam o pagamento dos dividendos desse exercício. Nesse período, o imposto sobre lucros a distribuir (ILL) já estava sendo cobrado das empresas, mas o tributo sobre ganhos de capital das pessoas físicas - decorrentes da alienação de ações para operações no mercado à vista - não havia ainda sido instituído. Assim, no período em que parte dos dividendos foram distribuídos, já havia ocorrido a primeira alteração tributária, mas não havia a diferença de tributação sobre dividendos e ganhos de capital. Dessa forma, não se poderia classificar o exercício de 1989 nem como período precedente às reformas tributárias e nem como período posterior as duas alterações.

Também não foram calculados os índices *payout* das sete empresas ($n = 7$), que, apesar de distribuírem dividendos, tiveram prejuízo em algum exercício social, pois elas não possuem lucro ajustado. Ou seja, inexistem esses índices para essas empresas.

Para se poder testar a segunda hipótese (H2) - as empresas que aumentaram sua distribuição de dividendos fazendo ao mesmo tempo uma emissão de novas ações, após as alterações na legislação tributária - foi realizada uma nova

seleção a partir da amostra de 21 empresas ($n = 21$). Com isso, foram obtidas as informações sobre as subscrições efetuadas proximamente ao pagamento dos dividendos, referentes aos exercícios sociais de 1990 e 1991 (após a alteração tributária).

4.1 Metodologia Estatística

Tendo em vista que a população aqui definida (empresas que distribuíram dividendos no período de 1987/92) apresenta, na prática, resultados dos quais não se conhece a verdadeira estrutura de variabilidade, tornou-se imprescindível encontrar estimadores que pudessem calcular a variabilidade populacional.

A técnica estatística adotada nesse trabalho foi a da amostragem aleatória, na qual cada elemento tem igual probabilidade de integrar a amostra (KAZMIER, 1982).

4.1.1 Tamanho da Amostra

Para encontrar estimadores da variabilidade populacional e calcular o tamanho da amostra, utilizou-se a informação sobre o índice *payout* do ano de 1990 que apresentou a estimativa de variabilidade $g = 0,40$. Essa estimativa foi baseada na razão entre as estimativas de média e desvio padrão, considerando uma amostra-piloto de $n' = 20$ empresas, em função de que na amostra piloto ($n = 21$) havia uma empresa

com índice payout inexistente. Além disso, no processo amostral foi considerado um erro máximo de $\epsilon_r=0,10$ e uma confiabilidade definida em $P_f=0,86$. O ϵ_r pode ser considerado como a diferença entre o erro observado e o estimado. Obteve-se o tamanho da amostra a partir desses fatores e das medidas estatísticas a seguir apresentadas:

- Média do índice (X)

$$X = 1/n' \sum_{j=1}^{n'} x_j : \quad j = 1, 2, \dots, n' \quad (1)$$

onde:

n' : unidades na amostra piloto

x_j : j-ésimo valor observado

UFRGS
Escola de Administração - Biblioteca

- Variância estimada (\hat{s}^2)

$$\hat{s}^2 = [1/n' \sum_{j=1}^{n'} (x_j - X)^2] \cdot [(N - n') / (N - 1)] \quad (2)$$

onde:

N : tamanho da população

- Tamanho da amostra

$$n = [N \cdot z_{\alpha}^2 \cdot g^2] / [N-1] \cdot \epsilon_r^2 + z_{\alpha}^2 \cdot g^2, \quad g = s/X \quad (3)$$

onde:

z_{α} : valor de z p/((1- α)) de P_f

α : nível de significância

ϵ_r : erro relativo

4.1.2 Análise Descritiva

Para o tratamento estatístico foi utilizada, inicialmente, a análise descritiva com a finalidade de avaliar descritivamente um conjunto de dados através de tabelas, gráficos e medidas. Essas informações estatísticas têm funções específicas em termos de fazer uma análise exploratória do grupo de informações, podendo ser utilizadas para delinear as tendências de comportamento dos dados.

As medidas utilizadas foram :

a) Média Aritmética: sintetiza o comportamento dos dados, oferecendo uma referência padrão (ver fórmula 1).

b) Variabilidade: é mensurada através de um conjunto de medidas de escala, que avaliam a distribuição e a concentração dos dados em relação à média aritmética (ver fórmula 2). Essas medidas permitem comparações entre grupos de informações quanto à homogeneidade e ao grau de concentração dos dados.

c) Gráficos: através da visualização dos dados permitem uma rápida compreensão do comportamento e das tendências dos dados coletados. Os diagramas têm alto poder comparativo. Os diagramas de dispersão permitem avaliar a tendência conjunta de grupos analisados sob dois aspectos: entre grupos e entre períodos. Além disso, foram utilizados gráficos que permitiram comparar a evolução do índice *payout* das empresas que constituíram o grupo amostral no período 1987/91. Através dos gráficos, também foi possível comparar a evolução do índice *payout* entre as empresas.

4.1.3 Tratamento Estatístico

O tratamento estatístico específico pressupõe a necessidade de avaliar as duas hipóteses estabelecidas anteriormente: H1 - houve alteração na política de dividendos das companhias abertas brasileiras após as alterações tributárias ocorridas no período de 1988 a 1990; H2 - as empresas que aumentaram sua distribuição de dividendos fizeram ao mesmo tempo uma emissão de novas ações após as alterações na legislação tributária.

A hipótese H1 impõe a comparação da política de dividendos anterior e posterior ao Plano Collor.

Supõe-se que:

$X \sim N(\mu; \delta^2)$, tal que:

a) as observações são aleatórias, independentes, identicamente distribuídas;

b) os erros (e_i), resíduos são independentes, tal que:

$e_i \sim N(0; \delta^2)$,

Partindo-se do fato de que x é contínua e $n \rightarrow N$, consideramos $X \rightarrow$ Normal em distribuição.

As técnicas estatísticas que são aplicáveis para avaliar H1 são:

- Teste de Hipótese sobre a diferença entre as médias;
- Análise de Variância com desdobramento de estratos e períodos e da interação entre extrato x período;
- Intervalos de Confiança para as médias com $\alpha=0,005$, permitindo projetar o comportamento típico das empresas.

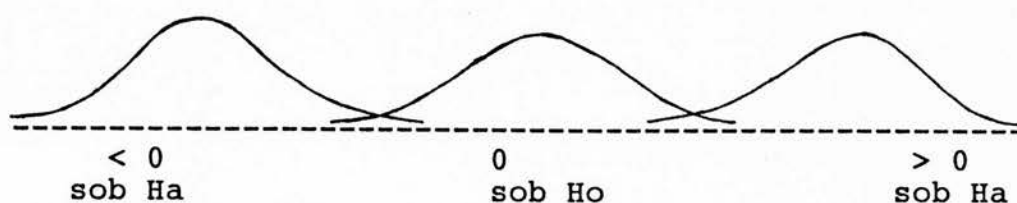
- Análise de Regressão para avaliar a estrutura de dependência do índice *payout* 1990/91 em relação ao *payout* do período 1987/88.

Para avaliar H2 serão utilizados testes não paramétricos, tendo em vista que nesse caso X é qualitativa e o nível de associação das variáveis vão permitir que se avalie o comportamento padrão dos dados.

- Teste de Hipótese para Diferença entre Médias

Para responder à questão sobre quão diferente é o comportamento de dois conjuntos de dados, comparou-se suas médias e estabeleceu-se a hipótese de igualdade entre elas. Para realizar essa comparação estabeleceu-se intervalos de confiança para a diferença entre as médias. Com isso testou-se a hipótese de igualdade.

Supõe-se que:



$$H_o : \mu_1 = \mu_2$$

$$H_a : \mu_1 \neq \mu_2$$

As hipóteses estabelecidas para poder verificar se a política de dividendos da companhias abertas brasileiras no período 87/88 foi diferente da política utilizada em 1990/91,

foram as seguintes:

$$H_0: \mu_1 = \mu_2$$

Não há modificação na política de dividendo das empresas.

$$H_a: \mu_1 \neq \mu_2$$

Há modificação na política de dividendos das empresas.

onde:

μ_1 : média dos índices *payout* das empresas no período 1987/88.

μ_2 : média dos índices *payout* das empresas no período 1990/91.

- Variância comum

$$s_p^2 = [(n_1 - 1) s_1^2 + (n_2 - 1) s_2^2] / [n_1 + n_2 - 2] \quad (4)$$

- Intervalo de Confiança para a diferença entre médias

$$(X_1 - X_2) \pm [t_{(n_1 + n_2 - 2)} \alpha / 2] [s_p \sqrt{1/n_1 + 1/n_2}] \quad (5)$$

- Estatística de teste

$$t = [X_1 - X_2] / [s_p \sqrt{1/n_1 + 1/n_2}] \quad (6)$$

onde:

X_1 - média da 1ª amostra

X_2 - média de 2ª amostra

s_1 - desvio padrão da 1ª amostra

s_2 - desvio padrão da 2ª amostra

n_1 - tamanho da 1ª amostra

n_2 - tamanho da 2ª amostra

- Análise de Variância

A análise de variância permite comparar um conjunto de dados segundo um ou dois fatores. Ela possibilita verificar se as diferenças observadas são devidas aos tratamentos diferentes nos períodos e/ou nos estratos. Além disso, ela mostra se a relação entre os fatores observados é mais significativa que a variação imposta por outros fatores.

Em função da grande variabilidade dos índices *payout* das empresas, foi necessário estratificar a amostra em três grupos, através da região de normalidade ($X_1 \pm s_1$). Utilizou-se como metodologia de formação dos estratos:

Grupo I - empresas que aumentaram o pagamento de dividendos;

Grupo II - empresas que mantiveram sua política de dividendos;

Grupo III - empresas que diminuíram o pagamento de dividendos.

Assim, pode-se observar melhor o comportamento da política de dividendos de cada empresa ao longo do tempo e a relação existente entre a política adotada por cada empresa para a distribuição de dividendos.

O conjunto de hipóteses delineado foi:

1) H_{01} : *payout* médio não tem diferença entre grupos;

H_{a1} : *payout* médio tem diferença significativa a 5% entre os grupos.

2) H_{02} : *payout* médio não tem diferença entre os períodos.

H_{a2} : *payout* médio tem diferença significativa a 5%

entre os períodos .

3) H_0 : payout médio não tem diferença entre grupos e períodos.

H_a : payout médio tem diferença significativa a 5% entre grupos e períodos.

Tabela 1 : Análise de Variância com dois fatores

Fontes de variação	GL	SQ	QM	F
Fator 1 (estratos)	1	SQ F_1	SQ $F_1/1$	QM $F_1/QM R$
Fator 2 (períodos)	1	SQ F_2	SQ $F_2/1$	QM $F_2/QM R$
Fator 1 x Fator 2	1	SQ F_{12}	SQ $F_{12}/1$	QM $F_{12}/QM R$
Resíduos	$k(r-1)$	SQT - SQS	SQ R/GL	
Total	$Kr - 1$	SQ T	SQ T/GL	

Fonte: GNEDENKO(1982)

onde:

GL - graus de liberdade

SQ - soma dos quadrados

QM - quadrado médio

F - estatística de teste

k - número de tratamentos

r - repetições

R - resíduos

T - total

- Seqüência de Intervalos de Confiança

Os intervalos de confiança para as médias definem a comparação entre as empresas. Quando seus limites se

superpõem, não é possível afirmar que existe diferença entre os índices apresentados pelas diferentes empresas. Se não ocorre sobreposição dos limites dos intervalos, pode-se acreditar que pelo menos uma ou mais empresas apresentam um índice maior ou significativamente menor que outras. Esses intervalos de confiança para as médias das diversas empresas foram comparados através do método de Tukey.

O método de Tukey é baseado na amplitude total "estudentizada" e pode ser utilizado para comparar todo e qualquer contraste entre duas médias de tratamentos. Esse método tem por base o *d.m.s.* criado por FISHER(1966) que quer dizer diferença mínima significante (*least significant difference-L.S.D.*)

- Intervalo de Confiança para a média

$$X_1 \pm [t_{(n-1); \alpha/2}] [s/\sqrt{n}] \quad (7)$$

Nesse caso as hipóteses testadas foram as seguintes:

H_{01} : Os grupos de empresas não diferem quanto ao índice *payout*;

H_{02} : Os períodos 1987/88 e 1990/91 não diferem quanto ao índice *payout*.

- Análise de Correlação e Regressão

O coeficiente de correlação linear de Pearson mede a

relação entre duas variáveis x e y através da comparação da variação conjunta *versus* o produto das variações individuais:

$$r_{xy} = \text{Cov}(x, y) / [s_{x1} \cdot s_{x2}] \quad (8)$$

A correlação mede o tipo e grau de relação entre as variáveis. A análise de regressão expressa essa relação matematicamente $y = f_{(x)}$, através da qual podemos prever o comportamento de y dado x . Nesse estudo, utilizou-se esse tipo de análise para verificar o grau e o tipo de influência que as variações do índice *payout* verificados antes de 1989 tinham sobre as variações do índice após 1989. A análise de correlação e regressão foi feita entre a política de dividendos antes da reforma tributária ($x =$ índice *payout* médio do período 1987/88) e a política de dividendos depois da reforma tributária ($y =$ índice *payout* médio do período 1990/91).

Um método usualmente utilizado para encontrar o melhor ajuste da reta aos pontos, minimizando as distâncias, é o método dos mínimos quadrados, assim:

a) Reta de Regressão:

$$y_1 = \alpha + \beta x_1 \quad (9)$$

onde:

α : coeficiente linear estimado por (a)

β : coeficiente angular estimado por (b)

b) Cálculo dos estimadores de α e β :

$$a = Y - bX \quad (10)$$

$$b = \frac{\sum_i (x_i - X)(y_i - Y)}{\sum_i (x_i - X)^2} \quad (11)$$

Nessa análise foram testadas as seguintes hipóteses:

1) H_{01} : Não existe relação entre os índices *payout* médio, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que aumentaram o índice no período.

H_{a1} : Existe relação entre os índices *payout* médio, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que aumentaram o índice no período.

2) H_{02} : Não existe relação entre os índices *payout* médios, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que diminuíram o índice no período.

H_{a2} : Existe relação entre os índices *payout* médio, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que diminuíram o índice no período.

3) H_{03} : Não existe relação entre os índices *payout* médio, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que mantiveram o índice no período.

H_{a3} : Existe relação entre os índices *payout* médio, dos períodos 1987/88 e 1990/91, no grupo de empresas que mantiveram o índice no período.

- Teste Não Paramétrico: χ^2

Para testar a hipótese se as empresas que aumentaram sua política de dividendos fizeram ao mesmo tempo uma subscrição é importante verificar se existe uma associação entre o desempenho do índice e a subscrição. Essa associação avalia a ocorrência preferencialmente de duas categorias pertencentes às variáveis qualitativas. Para tal análise de associação, utilizou-se o método do qui-quadrado:

$$\chi^2 = \sum_{i,j} [(O_{ij} - E_{ij})^2] / E_{ij} \quad (12)$$

onde:

O_{ij} - valor observado na i -ésima linha e j -ésima coluna

E_{ij} - valor esperado na i -ésima linha e j -ésima coluna

Coefficiente de Contingência

$$CC = \frac{\sqrt{\chi^2}}{\sqrt{\chi^2} + n} \quad (13)$$

As hipóteses testadas foram:

$H_0 = 0$: As empresas que aumentaram seu índice *payout* não fizeram uma subscrição de ações ao mesmo tempo.

$H_2 = 0$: As empresas que aumentaram seu índice *payout* fizeram uma subscrição de ações ao mesmo tempo.

5. POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Política de Dividendos é a decisão, por parte da gestão da empresa, entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros. O pagamento de dividendos representa saída de caixa, o que ocasiona menor liquidez e maior risco de falta de recursos para a empresa cumprir suas obrigações. Já no caso do não pagamento (retenção dos lucros), ocorre o contrário; a empresa mantém seu caixa, possibilitando maior segurança e menor risco de ficar insolvente. Assim, se considerarmos apenas os fatores segurança e risco, o gestor privilegia a manutenção da posição de caixa, ou seja, prefere reter a distribuir (SAN VICENTE, 1983).

Segundo a teoria financeira (BREALEY & MYERS, 1988), entretanto, o objetivo principal deve ser a maximização da riqueza dos acionistas da empresa. Assim, o gestor terá que, através da política de dividendos, estabelecer a melhor combinação entre o pagamento de dividendos e a retenção dos lucros.

Se por um lado, os lucros retidos representam uma das importantes fontes para financiar os futuros investimentos, por outro, a distribuição dos lucros representa o fluxo de caixa que cabe aos acionistas. Apesar da importância de ambos - dividendos e investimentos - esses dois fatores poderão ser

conflitantes quando disputarem a mesma fonte de recursos (WESTON & COPELAND, 1986).

Não há concorrência pelos recursos, segundo BREALEY & MYERS (1988), quando os investimentos são estabelecidos anteriormente à distribuição dos lucros. Portanto, a política de dividendos é a transação entre retenção dos lucros de um lado, pagamento de dividendos e emissão de novas ações de outro. Neste caso a distribuição é independente da política de investimentos.

Já para VAN HORNE (1983), o dividendo não pode ser pago com recursos oriundos da emissão de novas ações; logo, o dividendo representa uma percentagem dos lucros que será distribuída, em dinheiro, aos acionistas. No momento da execução de um investimento, há necessidade de caixa para a realização do mesmo. Caso os dividendos tenham sido pagos, essa parte dos lucros não está disponível para a empresa utilizar nos seus investimentos. Assim, serão necessárias novas fontes de recursos para financiá-los, tornando a política de dividendos uma parte da política de financiamento.

LEVY & SARNAT (1988) enfatizam que a empresa deve decidir sua política de dividendos junto com as estratégias de financiamento e de investimento, mesmo que para alguns empresários e administradores, os dividendos constituam apenas a porção não usada do lucro (recursos ociosos) que está à disposição do investidor.

Segundo ALTMAN (1986), é errôneo considerar a política de

dividendos como um simples aspecto técnico-financeiro, não levando em conta a empresa como um todo. Caso se considere o dividendo uma aplicação de fundos como outra qualquer, ele não é valorizado como um aspecto realmente relevante nas decisões administrativas da empresa, como deveria ser. Nesse caso, os dividendos estariam sendo considerados decisões gerenciais de curto prazo, onde, conforme a visão e a disponibilidade de caixa do gerente financeiro atual da empresa. Os dividendos seriam o volume pago de dividendos anualmente, ou seja, a política de dividendos seria irrelevante na estratégia da empresa. Logo, para esse autor não haveria nenhuma situação na qual os dividendos poderiam tornar-se irrelevantes nas decisões de uma empresa.

Assim, apesar da discussão existente entre os diferentes autores, política de dividendos pode ser considerada a decisão, por parte da gestão da empresa, sobre a melhor forma de distribuir o retorno do capital investido pelos seus acionistas: pagamento em dinheiro de dividendos e/ou ganhos de capital expressos pela valorização das ações em bolsa.

6. A RELEVÂNCIA OU IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS NO VALOR DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO

Segundo autores como VAN HORNE (1983), BREALEY & MYERS (1988), a política de dividendos é considerada uma das principais decisões financeiras a ser tomada pelas empresas. Entretanto, existem duas escolas que divergem em relação à importância dos dividendos na valorização das ações: a Escola do Mercado Perfeito, representada pela teoria de Modigliani & Miller e a Escola do Mercado Imperfeito, representada pelas teorias de Gordon e a Residual (SCHALL & HALEY, 1988).

Apesar das três teorias sobre a política de dividendos possuírem características próprias, elas baseiam-se na teoria financeira neoclássica, segundo a qual os executivos administram as empresas, visando obter a maximização da riqueza para seus acionistas.

Empresa, para os neoclássicos, corresponde à produção e/ou negociação de um conjunto de fatores, na qual o administrador coordena com a finalidade de maximizar a riqueza de seus proprietários (HART, 191989).

6.1. Teoria de Modigliani & Miller (Teoria M & M)

A teoria de MODIGLIANI & MILLER (1961) defende a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afeta o valor da firma e a riqueza total de seus acionistas.

Esta teoria considera que nenhum comprador ou vendedor, individualmente ou em grupo, influencia decisivamente na formação dos preços; todos têm livre acesso às informações relevantes; não há taxas e corretagens e não há impostos diferentes sobre a distribuição e retenção de lucros ou sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital (mercado perfeito). Os investidores têm preferência por mais riqueza, sendo indiferentes à forma de como ela aumenta - dividendos ou ganhos de capital, denominados investidores racionais. Além disso, a emissão de ações é o único instrumento de financiamento externo, pois considera que os investidores têm completa segurança sobre a rentabilidade de seus investimentos (certeza perfeita), não havendo a necessidade de diferenciar as distintas formas de obtenção de recursos externos.

Para MODIGLIANI & MILLER (1961), o valor total da firma pode ser expresso por:

$$V(t) = n(t).p(t) = \frac{D(t) + V(t+1) - m(t+1).p(t+1)}{(1+k)} \quad (14)$$

onde:

- $V(t)$ - valor total da firma no período t
- $n(t)$ - número total de ações no período t
- $p(t)$ - preço das ações no período t
- k - taxa de desconto (custo de capital da firma)
- $D(t)$ - dividendo do período t
- $V(t+1)$ - valor da firma no período $t+1$
- $m(t+1)$ - número de ações da firma emitidas no período
- $p(t+1)$ - preço das ações emitidas no período $t+1$

Se o pagamento de dividendos ($D(t)$) é realizado após definida a política de investimentos da empresa, há a necessidade de captar recursos externos para poder honrar o compromisso de distribuição dos dividendos. A empresa deve fazer uma emissão de novas ações ($m(t+1).p(t+1)$) no mesmo montante dos dividendos pagos, por ser essa a única fonte de recursos externos que está sendo considerada. Assim, o possível efeito dos dividendos no valor corrente é anulado por essa emissão, gerando um maior volume de ações no mercado e a conseqüente queda no valor das ações existentes. Essa queda será de igual valor do montante do pagamento dos dividendos. Logo, o valor total da firma ($V(t)$) e a riqueza total dos acionistas não serão alterados, fazendo com que o investidor seja indiferente quanto à forma de recebimento do seu rendimento, seja em dividendos ou em ganhos de capital. Por essa razão, para MODIGLIANI & MILLER (1961) a política de

dividendos é irrelevante na decisão e no valor da firma e esse valor é determinado pela política de investimentos e pelo retorno proporcionado pelos ativos.

Colocando a emissão de ações em função dos investimentos e dividendos, temos:

$$m(t+1).p(t+1) = I(t) - \{L(t) - D(t)\} \quad (15)$$

onde:

$L(t)$ - lucro do período t

$I(t)$ - investimento no período t

logo:

$$V(t) = n(t).p(t) = \frac{1}{(1+k)} \{L(t) - I(t) + V(t+1)\} \quad (16)$$

Em relação, ainda, à valorização da firma e considerando a fórmula (1), pode-se questionar se o dividendo corrente ($D(t)$) não afetaria indiretamente o valor total da empresa através do valor futuro ($V(t+1)$). No entanto, MODIGLIANI & MILLER (1961) relembram que, num mercado eficiente, os preços passados não contêm informações sobre as mudanças nos preços futuros, não interferindo na formação dos valores futuros. O mercado de capitais não tem memória (BREALEY & MYERS, 1988), logo a tendência histórica dos dividendos não tem influência nos valores futuros da firma. Estudos posteriores foram

feitos confirmando a teoria M & M. BLACK & SCHOLES(1974) afirmam que os dividendos são irrelevantes nas decisões das empresas e dos acionistas. Para esses autores, a indiferença por dividendos está relacionada ao que eles denominaram "efeito incerteza", ou seja, o investidor não possui certeza sobre o ganho futuro com dividendos e nem com o preço da ação. Além disso, o custo e o risco de uma troca de posição são maiores do que o possível ganho com as mudanças no portfólio. Estes fatores, incerteza, risco e custos, fazem com que o investidor ignore, totalmente, o efeito da política de dividendos nas suas decisões.

Entretanto, se a política de dividendos não é importante para a tomada de decisões, pergunta-se o motivo de muitas empresas agirem como se os dividendos fosse significativos para a adoção de determinadas medidas, em detrimento de outras. BREALEY & MYERS (1988) citam que, em 1974, nos Estados Unidos, quando os salários eram controlados, os dividendos, para os acionistas, eram considerados como complementação de seus rendimentos. VAN HORNE (1983) lembra que muitas empresas, mesmo com taxas de crescimento dos ativos maiores que de seus lucros, pagam dividendos, e que caso estes fossem irrelevantes, elas, provavelmente, reteriam todos os lucros para investirem.

Relacionando com o mercado real, imperfeito e incerto, MODIGLIANI & MILLER (1961) mostraram que sua Teoria pode permanecer válida.

Segundo esses autores, existe uma estreita ligação entre

a taxa de pagamento de dividendos, o preço das ações e a política de financiamento. Além disso, contrariando a sua própria teoria, esses autores afirmam que, sob condições de mercado perfeito, há um caso onde pode haver uma Política Ótima de Dividendos. Isso se verifica quando os dividendos e os investimentos concorrem pela mesma fonte de recursos - o lucro. Se os investimentos são feitos exclusivamente com retenção de lucros, então a política de dividendos é confundida com a política de investimentos. Deverá haver distribuição dos lucros quando a taxa de retorno dos possíveis investimentos futuros for inferior ao custo de capital.

Para WALTER (1963), quando há crescimento principalmente nos lucros, é inapropriado omitir o efeito dos dividendos nas decisões da empresa. A política de investimento e a de dividendos não são independentes, elas concorrem pela mesma fonte de recursos. Neste caso, o pagamento de dividendos fica condicionado à relação entre a taxa interna de retorno da firma e taxa de retorno do mercado. O investidor terá preferência pelo dividendo quando a remuneração oferecida pelo mercado for maior que a taxa interna de retorno da firma.

6.2. Teoria de Gordon

GORDON (1963) introduz o risco e a incerteza, partindo da premissa de que os investidores em geral, são aversos ao

risco. Esse autor 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, o valor a ser recebido pelo acionista:

$$V(t) = \sum \frac{D(t)}{(1+k)^t} \quad (17)$$

Em caso de retenção de lucros temos:

$$V(t+1) = \frac{D(t+1) + r.b(t)}{(1+k)^{t+1}} \quad (18)$$

onde:

$V(t+1)$ - valor total da firma no período $t+1$

$D(t+1)$ - dividendos do período $t+1$

r - taxa interna de retorno da firma

$b(t)$ - retenção do lucro no período t

Os dividendos representam dinheiro hoje 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 retenção de lucro ($b(t)$), para GORDON (1963), só ocorre quando proporcionar aumento significativo nos

dividendos futuros ($D(t+1)$), ou seja, o investidor só estará disposto a abdicar do dividendo corrente ($D(t)$), se este dividendo retido proporcionar maior dividendo no futuro, e superar as suas aplicações individuais. Por essa razão, o efeito da política de dividendos irá depender da taxa interna de retorno da firma (r), do custo de capital (k) e de outras alternativas de investimentos disponíveis para os acionistas.

Essa teoria foi criticada por MODIGLIANI & MILLER (1963), FRANCIS (1980), entre outros, em função de desconsiderar as fontes externas, confundindo a política de dividendos com a de investimentos. Para esses autores, não existe apenas a escolha em pagar o acionista com dividendos ou com ganhos de capital, como apresenta Gordon, mas também uma política de investimentos que é influenciada pela decisão de distribuição dos lucros.

Por outro lado, para GITMAN (1987), a teoria de Gordon, por considerar a aversão ao risco e o recebimento de dividendos, que reduz a incerteza do investidor, é mais aceitável que a teoria M & M.

6.3 Teoria Residual

A teoria residual parte da premissa de que o financiamento interno é a fonte mais barata de captação de recursos, e que a única fonte externa é a emissão de novas ações (SCHALL & HALEY, 1988).

Essa teoria propõe o pagamento dos dividendos, após

estabelecida a política de investimentos, com os lucros restantes, ou seja, os dividendos são meramente um resíduo depois de realizadas todas as oportunidades aceitáveis (taxa de retorno acima do custo das fontes) de investimento pela empresa (GITMAN, 1987). Essa teoria pode ser demonstrada pela seguinte equação:

$$D(t) = L(t) - I(t) \quad (19)$$

onde:

$D(t)$ - dividendo do período t

$L(t)$ - lucro do período t

$I(t)$ - investimento do período t

Nesse caso, o valor da firma tende a aumentar com a retenção de lucros, pois ela representa uma firma com oportunidades de investimento, ou seja, em crescimento. O pagamento de dividendo, ao contrário, significa que a empresa é estável, não tendo perspectivas de investimentos, motivo pelo qual ela distribui o lucro.

Os investimentos são financiados, inicialmente, pelos lucros retidos utilizando-se capital externo só quando os investimentos excederem os lucros da empresa, quando, então, não haverá pagamento de dividendos. Os dividendos não podem ser financiados por fontes externas.

Essa teoria defende a hipótese de que os acionistas

maximizam sua riqueza em empresas que possuem uma política de longo prazo, porque elas minimizam a necessidade de captar recursos via emissão de novas ações (fonte externa). A política de longo prazo tem como objetivo planejar a retenção e distribuição dos lucros presentes, prevendo os fluxos de caixa futuros, para que em períodos posteriores não seja necessário captar recursos através do mercado de capitais. A preferência dos investidores por essas empresas, aumentando a sua riqueza através de ganhos de capital, decorre da existência de um diferencial na tributação sobre dividendos e ganhos de capital e nos custos de emissão. A variação nos custos de emissão gera custos adicionais à empresa, normalmente muito altos, podendo inviabilizar os investimentos, ou seja, os investimentos podem ter um custo de capital (k) maior que a taxa interna de retorno obtida (r). Além disso, o aumento no número de ações ocasiona uma redução nos preços por ação, o que desagrade os acionistas antigos, apesar da obtenção dos dividendos (SCHALL & HALEY, 1988).

Cabe salientar que tanto a Teoria Residual como a Teoria M & M partem da premissa de que os dividendos serão definidos, dada a política de investimento. No entanto, elas diferem em relação à forma de financiar os dividendos e a importância desses no valor da firma. Na teoria M & M, os dividendos são irrelevantes e financiados através da emissão de novas ações. Na Teoria Residual, ao contrário, os dividendos interferem no valor da firma e só são distribuídos quando o lucro excede os investimentos.

6.4. Fatores Relevantes no Relacionamento entre Dividendos e Investidores

As três teorias sobre a política de dividendos, apesar de serem divergentes, reconhecem a existência de dois fatores relevantes no relacionamento entre os dividendos e os investidores:

- os dividendos, num mercado com incerteza, possuem valor informativo (*Informational Content of Dividends*), ou seja, eles são uma fonte de informações para o investidor sobre a rentabilidade futura da firma. O seu pagamento, ou não, e a quantia a ser paga, irão influenciar na valorização das ações no mercado;

- as empresas procuram definir suas políticas de dividendos, avaliando as possíveis preferências de seus acionistas, e estes buscam empresas que satisfaçam seus anseios, caracterizando o "efeito clientela" (FRANCIS, 1980). Investidores que desejam receber altos valores de dividendos irão procurar empresas que atendam suas vontades, realizando, então, menos ganhos de capital do que antes. O mesmo acontecerá com investidores desejosos de ganhos de capital.

6.4.1 Conteúdo Informacional

O valor informativo (*Informational Content of Dividends*), para muitos, é um dos principais fatores da inter-relação entre os dividendos e os preços das ações, o que torna a decisão de distribuir os lucros uma variável importante para

os gestores. Uma mudança, positiva ou negativa, no montante a ser pago é um sinal para os investidores, indicativo do futuro da firma, ou seja, um aumento no índice de pagamento de dividendos gera um possível aumento nos preços das ações, pela mudança de expectativas em relação ao futuro da empresa, sendo o contrário (menores dividendos) também verdadeiro. Segundo LEVY & SARNAT (1988), a redução na distribuição habitual dos lucros tem um maior impacto nos preços do que seu aumento. Por esta razão, a empresa deve ter o cuidado de distribuir dividendos que possam ser mantidos ao longo do tempo.

ROSS (1977) e BHATTACHARYA (1979) argumentam que a política de dividendos é um mecanismo informativo, no qual as empresas com projetos lucrativos são melhor cotadas, pois têm capacidade e interesse em pagar altos dividendos. Entretanto, para STERN (1979), a utilização dos dividendos como informação é uma forma muito cara para a empresa.

Porém, LITZENBERG & RAMASWANY (1982), através de testes empíricos, concluíram que o efeito dos dividendos está relacionado com a informação real de pagamento do dividendo e não com as informações de sua expectativa de pagamento.

6.4.2 Efeito Clientela

Normalmente, as empresas procuram definir suas políticas de dividendos, avaliando as possíveis preferências de seus acionistas, e essas buscam empresas que satisfaçam seus

anseios, chamando isto de "efeito clientela". Um dos principais "efeitos clientela" que interfere na opção dos acionistas é a tributação que lhes pode ocasionar custos adicionais, conforme a forma escolhida para a distribuição dos lucros. Embora o investidor possa ter ou não preferências por receber dividendos ou por auferir ganhos de capital, segundo as teorias de M & M, Gordon e Residual, ele sempre irá procurar a ação da empresa que lhe possibilite maiores ganhos líquidos após a tributação.

Essas três teorias afirmam que quando a tributação sobre ganhos de capital for menor do que a incidente sobre dividendos, o investidor procurará adquirir ações com alta valorização e baixos dividendos. E caso a tributação sobre dividendos for menor que a incidente sobre ganhos de capital, o investidor irá procurar investir em companhias pagadoras de altos volumes de dividendos.

Adicionalmente, para MODIGLIANI & MILLER (1961), os investidores do mercado de ações são na maioria fundos de pensão ou pessoas jurídicas que não possuem diferença de tributação entre dividendos e ganhos de capital. Como, para eles, o imposto de renda pessoal seria o único fator que poderia interferir na política de dividendos, essa política continuaria irrelevante nas decisões das empresas.

7. POLÍTICA E FORMAS DE DISTRIBUIÇÃO DOS LUCROS

As empresas possuem certa autonomia para escolher as suas políticas e forma de pagamento, respeitando as restrições legais e tributárias (ver Capítulo 10).

7.1 Política de Pagamentos

As empresas podem estabelecer suas próprias políticas de pagamento, desde que obedeçam às restrições legais e tributárias, determinadas em seu país. Normalmente, elas distribuem um dividendo constante ou um dividendo estável ou um dividendo regular, mais um extraordinário, estabelecido para cada classe de ação possuída (sejam preferenciais ou ordinárias).

Na política de dividendos constantes (*Constant Payout Ratio*) a empresa estabelece uma porcentagem constante do lucro a ser distribuída em cada período. Em função dos lucros oscilarem de período para período, e da existência do valor informativo dos dividendos, essa política poderá afetar negativamente o preço das ações da empresa no mercado. Uma queda nos lucros gera uma queda nos dividendos, fazendo com que o investidor preveja um declínio no desempenho da empresa, conseqüentemente um desinteresse pelo papel (queda

no preço da ação). Esse tipo de política pode, também, interferir nas decisões de investimento da empresa. Segundo WESTON & COPELAND (1986), essa política, provavelmente, não maximiza a riqueza dos acionistas em razão dos fatores acima mencionados.

Apesar dessa política não ser muito utilizada nas empresas americanas, ela é praticada pela maioria das empresas brasileiras de capital aberto. Além disso, as empresas brasileiras podem também estabelecer o pagamento dos dividendos uma porcentagem constante do valor nominal da ação ou do valor total do capital preferencial.

O pagamento de um dividendo fixo em dinheiro constitui a política de pagamento estável (*Stable dollar amount per share*), podendo ser considerado como um tipo de juro. A empresa mantém uma distribuição de dividendos em uma linha de tendência, normalmente ascendente, proporcionando maior segurança ao investidor. A queda nos lucros, normalmente, não gera declínios nos preços, em razão desta queda não reduzir os dividendos. O investidor possui confiança de que a administração, apesar do declínio, está prevendo que o desempenho futuro será melhor que o apresentado. Esse fato e o pagamento de uma renda periódica, fazem com que as empresas com dividendos estáveis, sejam normalmente mais valorizadas no mercado secundário.

Em função do possível efeito negativo que uma queda no índice de pagamento dos dividendos pode gerar, a maioria das empresas busca estabelecer dividendos que possam ser

mantidos, ou seja, os dividendos só são aumentados após a constatação de que o aumento dos lucros permanecerá ao longo do tempo. Tal fato é considerado de índice-meta de pagamento de dividendos a longo prazo.

Esse tipo de política foi mostrada por LINTNER (1956) através de um modelo denominado de *Lintner Model Behavior*. O autor afirma que a política de dividendos é de longo prazo e as empresas procuram manter o aumento dos dividendos mesmo quando há declínio temporário nos lucros. Assim, os ganhos transitórios, normalmente, não afetam o pagamento dos dividendos. Esse modelo sugere que os dividendos dependem em parte do ganho corrente, dos ganhos futuros e dos dividendos anteriores. O investimento requerido tem pouco efeito na escolha dos dividendos.

7.2 Formas de Pagamento

Quanto à forma de distribuição dos lucros, os dividendos podem ser classificados em: pagamento em dinheiro (*Cash Dividend*), bonificação, *split* e recompra de ações que são diferentes versões de repassar aos investidores parte do lucro da atividade, ora em dinheiro, ora aumentando o preço da ação no mercado que gera ganhos de capital.

Segundo ALTMAN (1986) existem outras formas de pagamento que não são muito utilizadas, como o *warrant*, o *bond* e a distribuição de produtos (*Property dividends*). Estas formas são desconhecidas no Brasil. O *warrant* é o direito dado ao

acionista de comprar ações a um preço e período determinado. O *bond* é a emissão de papéis ou ações preferenciais com promessa de recompra. Estas duas formas são utilizadas quando há falta de caixa ou um rápido crescimento.

O **pagamento em dinheiro** (*Cash Dividend*) representa uma distribuição dos lucros em dinheiro por parte da empresa, no momento de seu pagamento, para os detentores de suas ações. Esta modalidade é conhecida como pagamento de dividendos.

A **bonificação** é a distribuição de novas ações aos acionistas da empresa pela transferência de parte dos lucros acumulados para a conta de capital (WESTON & COPELAND, 1986). Tal transação não altera o valor nominal das ações da empresa, nem seus ativos totais. Em outras palavras, é uma transação contábil onde não se verifica nenhuma transferência real de ativos. Por essa razão, LEVY & SARNAT (1988) salientam que a bonificação não pode ser considerada um dividendo.

Segundo a maioria dos autores, esse tipo de distribuição não altera a riqueza dos acionistas, uma vez que o preço das ações, na bolsa de valores, decresce na mesma proporção que a distribuição das novas ações (bonificação). BREALEY & MYERS (1988) salientam que a riqueza total do acionista não modifica, mas o valor unitário da ação reduz, podendo interferir na preferência dos acionistas.

Muitos autores, como BREALEY & MYERS (1988) e WESTON & COPELAND (1986), mencionam como vantagem da bonificação o aumento da liquidez e da procura das ações. A bonificação

proporciona maior volume comercializado de ações e queda proporcional nos preços, incentivando outros acionistas a adquirirem essas ações.

Outra vantagem seria a possível valorização das ações no período entre o anúncio e a distribuição da bonificação. Para VAN HORNE (1983), tal fato decorre do seu valor informativo. As empresas não alteram seu índice de *payout*; conseqüentemente, se o investidor tem maior número de ações, em função da bonificação, seu total de dividendos a receber é maior. Além disso, a bonificação anuncia que os administradores estão com boas perspectivas sobre o futuro da empresa. Para os investidores, os administradores prevêm um crescimento significativo nos lucros que serão suficientes para compensar a diluição do lucro por ação pelo aumento do número de ações e para proporcionar um aumento nos dividendos.

Vários estudos têm sido realizados para testar o efeito do valor informativo da bonificação. WOODRIDGE, FOSTER & WICKREY (apud WESTON & COPELAND, 1986) verificaram, na Bolsa de Nova York, um efeito positivo de 5,89% no preço das ações, em uma amostra de 84 bonificações, não havendo nenhum outro anúncio de qualquer evento significativo. GRINBLATT, MASULIS & TITMAN (apud ALTMAN, 1986) fizeram um estudo semelhante em uma amostra de 382 bonificações, onde obtiveram um retorno significativo de 4,9%, concluindo, assim, que a bonificação é um fator que afeta favoravelmente o valor de mercado das ações da firma.

Outra forma de pagamento é através do *split* (desdobramento). Esse pode ser definido como o aumento no número de ações com uma redução proporcional do seu valor nominal, sem alterar o valor total dos ativos e do patrimônio líquido contábil das empresas (ALTMAN, 1986).

Para a maioria dos autores o *split* tem as mesmas vantagens da bonificação. No entanto, para LEVY & SARNAT (1988), a bonificação, ao contrário do desdobramento, é um sinal de aumento dos dividendos futuros. Pois, como visto anteriormente, na bonificação o índice de pagamento dos dividendos não sofre alterações e no *split*, segundo esse autor, há um ajuste proporcional no pagamento dos dividendos em dinheiro. Assim, o *split* seria apenas uma forma de diminuir o preço das ações com o objetivo de facilitar as negociações das mesmas.

Contudo, o aumento de liquidez é questionado por COPELAND (1979). Em seus estudos, eles constataram que a liquidez diminui após o *split* em decorrência do aumento dos custos de transações e do *spread* de comissões.

Em relação ao efeito psicológico, FAMA, FISHER, JENSEN & ROLL (1969) verificaram, no período entre 1927 a 1959, que as empresas que fizeram *split* foram as que tiveram melhor desempenho. Entretanto, não houve nenhum resultado extraordinário na data de anúncio ou no período posterior.

GRINBLATT, MASULIS & TITMAN (apud ALTMAN, 1986) verificaram um efeito significativo de 3,03% para 1.380 *splits*, e ALTMAN (1986) criticou esse estudo porque os

autores deveriam ter considerado, nos benefícios do anúncio do evento, os custos de transações e *spread* de comissões. Esses custos poderiam interferir no efeito do valor informativo como influenciaram na pesquisa de COPELAND (1979) sobre a vantagem da liquidez.

Segundo BREALEY & MYERS (1988) e LEVY & SARNAT (1988), a **recompra de ações** é uma das formas de pagar dividendos em dinheiro, podendo ser feita através do mercado aberto, via oferta pública ou diretamente pelo sócios majoritários.

Com a recompra o preço da ação aumenta, decorrente da maior procura para uma oferta constante dessas ações, originando um ganho de capital para o acionista. Quando não houver diferença na tributação entre o recebimento de dividendos e ganhos de capital auferidos, o valor da diferença entre o preço da ação antes da recompra e após sua realização, deverá ser igual ao dividendo que seria pago. As ações são compradas a preço de mercado, acrescido do valor que seria destinado ao pagamento dos dividendos.

A recompra feita diretamente pelos sócios majoritários, segundo BREALEY & MYERS (1988), é realizada para evitar *takeovers*. Nesse caso, para DENIS (1990), a recompra possui um impacto negativo no preço das ações.

Para outros autores, como VAN HORNE (1983), a recompra pelos sócios majoritários não pode ser considerada como uma distribuição de dividendos. Ela só é uma decisão de dividendos quando a empresa tiver excesso de caixa e poucas oportunidades de investimento que justifiquem o uso destes

recursos. Logo, quando o objetivo da recompra for modificar a estrutura de capital da firma será considerada uma decisão de financiamento, pois altera seu índice de endividamento e não a distribuição do lucro a seus acionistas.

Conforme WESTON & COPELAND (1986), o preço das ações após uma recompra, via oferta pública, será maior que o preço anterior ao evento, mas inferior ao preço ofertado. Além disso, o preço de mercado após o anúncio será maior que o preço de mercado após expirado o prazo de recompra. Essa forma de recompra é interpretada como uma informação favorável às expectativas futuras da empresa, por possuir valor informativo positivo.

8. EFEITO ECONÔMICO DA TRIBUTAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

Para o crescimento das empresas, é necessário que se façam investimentos através de recursos que os financiem. O mercado acionário pode ser considerado uma fonte alternativa de captação externa desses recursos. Além disso, o crescimento das empresas interfere no desenvolvimento econômico de seu país. Conseqüentemente, o mercado acionário pode influenciar na formação da poupança financeira de uma nação, ou seja, qualquer país pode aumentar sua poupança financeira via capital de risco.

Porém, segundo BRITO (1989), a formação de capital de risco é influenciada, entre outros fatores, pela legislação fiscal do país. Ao examinar as características da formação de capital de risco no Brasil e em sete países desenvolvidos (Estados Unidos, Japão, Alemanha, França, Reino Unido, Itália e Canadá) no período entre 1975 e 1983, BRITO (1989) observou que a tributação influencia negativamente na formação desse capital de risco. A tributação de ganhos de capital em operações com ações em Bolsa de Valores, diminui o retorno esperado desses investimentos. Assim, o investidor tem a tendência de diminuir as suas aplicações nesse tipo de investimento. Conseqüentemente, deverá haver uma redução na formação de capital de risco.

Ainda BRITO (1989) diferenciou o efeito decorrente das tributações bilateral e unilateral, de ganhos de capital de operações em ações em bolsas de valores. A tributação bilateral teria um efeito negativo, mas o efeito da tributação unilateral seria catastrófico para a formação de capital de risco. A tributação bilateral reduz o retorno esperado, mas reduz também as perdas, ou seja, é aquela tributação onde os resultados positivos geram um débito fiscal, e os negativos geram um crédito. Já na tributação unilateral isso não ocorre; nessa tributação os ganhos são reduzidos, mas o valor das perdas esperadas não o são (os resultados negativos não podem ser compensados).

Além disso, os estudos revelaram ainda que a tributação bilateral deveria descontar a inflação, pois, caso contrário, ela seria socialmente injusta. As perdas e os ganhos de capital ocorrem em períodos diferentes. Logo, se as perdas ocorressem no início, e os ganhos no fim do ano, em decorrência da desvalorização monetária, as perdas seriam bem inferiores aos ganhos e estes seriam tributados. No caso contrário, os ganhos no início e a perdas no fim do período, o investidor não teria imposto a pagar.

Para FELDSTEIN et al (1979), as mudanças na tributação das pessoas jurídicas e físicas têm efeito significativo na política financeira das empresas e no crescimento econômico de um país. A forma de tributação irá influenciar nas decisões de distribuição de lucros e de financiamento da empresa, via empréstimos de terceiros ou mercado acionário

(capital de risco). Segundo esses autores, a empresa tem preferência pela captação de recursos de terceiros e pelo pagamento simultâneo de dividendos, quando os juros (considerados despesas dedutíveis do lucro tributável) diminuem a base de cálculo para a incidência do imposto até o limite onde o risco financeiro (capacidade de pagamento da dívida) proporciona um aumento no custo de capital da empresa.

As empresas também buscam uma melhor combinação entre a distribuição e a retenção dos lucros conforme a tributação sobre eles incidentes. No caso onde a tributação sobre a retenção de lucros fosse menor que o pagamento de dividendos e a dedutibilidade da dívida, haveria a tendência das empresas reterem todo o lucro. No entanto, o crescimento da empresa excederia o crescimento da economia, sendo esse caso só possível num curto período de tempo. Por isso, para FELDSTEIN et al (1979), as companhias buscam um equilíbrio entre um índice de *payout* e a tributação favorável de retenção de lucros. Eles acrescentam que quando a tributação de ganhos de capital for superior à de dividendos, os lucros das empresas não são afetados. Esse aumento de imposto irá refletir apenas no retorno do acionistas das empresas que retêm seus lucros.

Por outro lado, BRADFORD (1981) afirma que os impostos não interferem nas decisões das empresas sobre as formas de se financiar: dívida e/ou capital próprio. Porém, se a empresa utiliza capital próprio com distribuição de

dividendos, os acionistas possuem uma carga tributária elevada. Ele acrescenta que nesse caso o imposto de renda incide sobre o capital investido a nível de empresa e a nível dos acionistas, ou seja, há uma dupla tributação. Tal fato não ocorre na retenção de lucros. Neste caso, o imposto não incidirá duplamente sobre o lucro, incidindo sim sobre os ganhos de capital na ocasião da venda das ações. Como consequência disso, a base de cálculo para incidência dos tributos será o ganho de capital (diferença entre o valor vendido e o custo de aquisição corrigido).

Adicionalmente, para BAGWELL & SHOVEN (1989), a tributação sobre dividendos é uma das que incidem mais fortemente sobre o lucro, em função do tributo ser em dois níveis: na empresa e na pessoa física (bitributação). No entanto, as empresas podem distribuir seus lucros com uma tributação menor para seus acionistas, através da recompra de ações.

Porém, para BAGWELL & JUDD (apud BAGWELL & SHOVEN, 1989), a recompra pode alterar a estrutura acionária da companhia, fazendo com que o pagamento de dividendos, mesmo com maior tributação, seja preferido por um determinado grupo de acionistas.

Complementando, a dupla tributação, para HANS & SINN (1991), irá influenciar na formação de capital de risco do país e conseqüentemente nos investimentos das empresas. Para esses autores, a tributação tem reflexo negativo nas empresas novas e em fase de desenvolvimento, que necessitam

constantemente de um grande volume de recursos para financiarem seus investimentos. No entanto, para as empresas estabilizadas, com elevada disponibilidade de caixa, as variações nos impostos não interferem nas suas decisões de investimento. A decisão entre reter ou distribuir os lucros para as empresas "maduras" depende apenas da tributação que incide sobre os investidores.

Na Europa e na Austrália, entre outros países, há uma grande preocupação em acabar ou diminuir com a dupla tributação no pagamento de dividendos.

Nos países europeus foi adotado um mecanismo denominado de *partial integration* no qual os dividendos distribuídos podem ser diminuídos da base de cálculo do imposto pago pela empresa (dividendos considerados como juros), ou seja, são dedutíveis do lucro líquido das empresas. Esse mecanismo permite também aos acionistas deduzir os dividendos recebidos na base de cálculo do seu imposto de renda (BRADFORD, 1981).

Na Austrália, as empresas têm utilizado o *Dividend Reinvestment Plans* (DRP) - através do qual os acionistas podem utilizar seus dividendos recebidos na subscrição de ações. Assim, através de uma subscrição de ações, os investidores reinvestem total ou parcialmente os dividendos recebidos na aquisição de novas ações da empresa.

Normalmente, o preço de subscrição das ações é de 5% a 10% inferior ao preço médio de mercado dessas ações, negociadas na Bolsa de Valores da Austrália durante os cinco dias depois da data de início do preço ex-dividendo (CHAN et

al, 1992).

No entanto, segundo CHAN et al (1992), esse mecanismo pode ocasionar algumas desvantagens aos acionistas das empresas, como por exemplo:

- a diluição do lucro por ação decorrente do aumento do capital da empresa;

- o elevado fluxo de caixa livre¹. Nesse caso há grande probabilidade dos gestores utilizarem os fundos disponíveis em investimentos com valores negativos (sub-ótimos). Para solucionar esse problema, CHAN et al (1992) recomendam que as empresas anunciem a razão pela qual estão instituindo os DRPs.

Nos Estados Unidos, na legislação tributária de 1981 (*Internal Revenue Code - Section 305[e]*) foram suspensos os impostos sobre os DRPs. CHANG & NICHOLS (1992), ao estudarem o custo de capital e o *leverage* de empresas que utilizavam DRPs, durante os anos de 1976 a 1987, verificaram que a mudança nos impostos altera a estrutura organizacional e de capital de uma companhia. Além disso, eles observaram que há um efeito positivo no preços das ações das empresas com DRPs, que o mercado acionário torna-se uma significativa fonte de financiamento externo e que o custo de capital dessas empresas diminui.

No caso brasileiro, onde as empresas necessitam constantemente de recursos para financiar seus investimentos,

¹ É o fluxo de caixa disponível ao administrador, superior aos fundos requeridos de todos os projetos com valor presente líquido positivo.

podemos concluir que a tributação incidente sobre os lucros, ganhos de capital e dividendos, deverá refletir na política de investimento e financiamento das empresas, repercutindo conseqüentemente no desenvolvimento das mesmas.

Conforme NESS, Jr. (1991), o imposto sobre lucro líquido (ILL), a isenção no recebimento de dividendos e a tributação sobre os ganhos de capital ocasionará a preferência pelo pagamento de dividendos, em lugar de sujeitar o acionista ao pagamento de imposto sobre ganhos de capital. Isto pode levar a ocorrer:

- a diminuição do reinvestimento dos lucros, além de reduzir o ritmo de crescimento das empresas,

- ou o aumento do endividamento como alternativa para o financiamento dos investimentos desejados, já que a dívida goza do benefício fiscal da dedutibilidade dos juros como despesa.

No entanto, apesar de não existir o DRP no Brasil, as companhias abertas brasileiras podem utilizar mecanismo semelhante. Elas podem distribuir dividendos a seus acionistas e, ao mesmo tempo, incentivá-los a subscrever novas ações. Isto pode beneficiar os investidores sem reduzir o ritmo de crescimento das empresas.

Além dos efeitos que a tributação tem sobre a economia dos países e das empresas, ela pode interferir, também, na preferência dos investidores na forma de receber o retorno de seu capital - dividendos ou ganhos de capital.

As três teorias sobre dividendos afirmam que quando a

tributação sobre ganhos de capital for menor do que a sobre dividendos, o investidor procurará adquirir ações com alta valorização e baixos dividendos. E caso a tributação sobre dividendos for menor que a incidente sobre ganhos de capital, o investidor irá procurar investir em companhias pagadoras de altos volumes de dividendos.

ELTON E GRUBER (1970) verificaram que quando a tributação sobre dividendos é maior que a sobre ganhos de capital, o acionista espera receber pequena percentagem em forma de dividendos e altas percentagens em forma de ganhos de capital. Altos dividendos devem ser pagos apenas quando a tributação é menor que a obtida através de ganhos de capital. Os acionistas buscam empresas que satisfaçam seus anseios ("efeito clientela"²).

Entretanto, no Brasil, BRITO & RIETTI (1981), ao analisarem 61 empresas, no período entre 1973 a 1976, não encontraram nenhuma evidência que confirmasse a existência do efeito clientela no mercado acionário brasileiro.

LONG (1978) estudou firmas com duas classes de ações onde uma classe recebia dividendos em dinheiro e a outra recebia através de bonificação (ganhos de capital), concluindo também que o investidor tem preferência por pagamento em dinheiro quando este sofre menor tributação.

Recentemente, ANG, BLACKWELL & MEGGINSON (1991) fizeram um estudo em firmas britânicas, no período entre 1969 a 1982,

²ELTON & GRUBER (1970) foram os primeiros a testar o "efeito clientela".

durante o qual ocorreram duas alterações na política tributária do país. Esses autores constataram que em períodos onde a tributação favorecia ganhos de capital, as ações eram vendidas com um prêmio. No caso contrário, ou seja, quando a tributação por dividendo em dinheiro era menor, as ações eram vendidas com um desconto. Após 1975, quando a diferença tributária foi eliminada, foi verificado que os investidores tinham preferência por ações que pagam bons dividendos.

Para reforçar o grupo de defensores da influência da tributação sobre o preço das ações, AMOAKO-ADU, RASHID & STEBBINS (1992), estudaram a introdução, e posterior redução - respectivamente em 1985 e 1987 - dos incentivos fiscais para ganhos de capital no Canadá. Os autores concluíram que, apesar da existência de mecanismos legais que poderiam evitar esta tributação, modificações na legislação tributária de ganhos de capital influenciam o preço das ações.

No entanto, existem alguns estudos que não constataram nenhuma interferência da tributação na preferência dos investidores na forma de receber o retorno do seu capital - dividendos ou ganhos de capital.

MILLER & SCHOLLES (1978) argumentam a possibilidade de aplicação de estratégias que visem evitar esses impostos, reduzindo portanto a importância da tributação sobre os dividendos pagos. O investidor que possuísse uma carteira formada pela combinação de ações e de debêntures, teria o pagamento dos juros, que é despesa dedutível na empresa, compensando a receita tributável obtida com dividendos, e

conseqüentemente reduzindo ou até zerando o pagamento do imposto final.

GRAMMATIKOS & YUROUGOU (1990) testaram o efeito da reforma tributária norte-americana de 1986 nas instituições bancárias e concluíram que a mudança tributária não afetou o preço das suas ações.

Os estudos de MICHAELY (1991) também confirmam a pouca importância da tributação na política de dividendos. Ele examinou os preços das ações em torno do primeiro dia de pregão ex-dividendo no mercado norte-americano, quando da redução da diferença de tratamento dado à tributação de ganhos de capital e de dividendos para os investidores de longo prazo em 1976, 1977 e 1978, verificando que estes acionistas pouco influenciaram na formação do preço das ações naquele momento.

Porém, segundo WESTON & COPELAND (1986), apesar de existirem alguns estudos que sugerem a não existência do efeito da tributação, a maioria dos estudos suportam sua relevância na política de dividendos.

9. A RELAÇÃO DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS COM A TEORIA DA AGÊNCIA

Nas Sociedades Anônimas de Capital Aberto, nem sempre os proprietários do capital, os acionistas, são os gestores da companhia; o acionista passa o controle de sua riqueza aos gestores da empresa, recebendo apenas a remuneração do seu capital. Esse tipo de empresa tem como característica principal o fato de a propriedade e o controle do capital estarem nas mãos de pessoas diferentes.

Como visto anteriormente, para a teoria neoclássica, na qual se baseiam as teorias sobre dividendos, os gestores (administradores) sempre têm como principal objetivo maximizar a riqueza de seus acionistas. No entanto, para a teoria da agência, quando há a separação entre a propriedade e o controle do capital, os administradores (agentes) nem sempre agem em prol da maximização da riqueza de seus acionistas (JENSEN & MECKLING, 1976).

Segundo BERLE & MEANS (1985), os acionistas têm como interesses principais:

- que a companhia proporcione o lucro máximo compatível com um grau razoável de risco;
- que seja distribuído o máximo possível dos lucros, sem afetar o desempenho dos negócios;
- que não aconteça nada que prejudique o direito de

receber a parte que lhes cabe dos lucros distribuídos;

- que suas ações continuem livremente negociáveis a um preço "justo".

Já o gestor, para HILL & SNEL (1989), busca maximizar sua utilidade, tendo como elementos centrais a remuneração, o poder, a segurança e o *status*.

Acionistas e gestores possuem também atitudes diferentes em relação ao risco. O princípio básico da teoria financeira afirma que riscos elevados implicam no desejo de maiores retornos (LEVY & SARNAT, 1988). Entretanto, cada indivíduo determina um nível máximo de risco que está disposto a correr para obter determinado rendimento, sendo difícil para o gestor (agente) mensurar a dimensão de risco que cada acionista (principal) está disposto a correr. Além disso, os gestores, segundo LAW (1986), são mais aversos ao risco do que os investidores, em função do seu nível de risco estar associado à probabilidade de perda do emprego.

Logo, acionistas (principal) e gestores (agentes) possuem interesses próprios e diferentes atitudes frente ao risco. Esses conflitos de interesses são denominados problemas de agência. Esses problemas de agência, por sua vez, geram perdas a uns decorrentes dos benefícios de outros, ou seja, para um dos lados da relação (principal ou agente) obter um ganho maior, o outro lado (agente ou principal) terá que abdicar de uma parte de seus ganhos. Estas perdas são denominadas por custos de agência, incorridos pelos acionistas e/ou pelas empresas.

Cabe salientar que a relação da agência caracteriza-se por haver pelo menos um principal, que detém a propriedade, e um agente, que possui a gestão deste capital.

No Brasil, a maioria das companhias abertas são empresas familiares, nas quais a maior parte dos acionistas (proprietários do capital) não detém a gestão do seu capital. Essas empresas caracterizam-se por possuírem um grande número de acionistas minoritários e um pequeno grupo (a família) detentor da propriedade da maioria das ações ordinárias, que lhe dá todos os poderes legais de controle, principalmente o poder de selecionar o conselho de diretores. Nesse caso, o grupo controlador está bem definido, e o poder de decisão fica restrito aos acionistas majoritários.

Segundo BERLE MEANS (1985), o poder de controle do grupo majoritário (gestores) pode ser moderado pela existência de uma minoria unida (acionistas minoritários) disposta a questionar os atos dos gestores tanto na assembléia dos acionistas como na justiça. No entanto, por exemplo, quando os acionistas minoritários estão dispersos e/ou quando há um controle bem definido, como ocorre na maioria das empresas brasileiras, o grupo majoritário detém um controle efetivo indiscutível. Isso significa que a minoria não possui poder de controle da empresa da qual é coproprietária, ela detém apenas a propriedade de seu capital. Assim, este estudo dá ênfase para a relação entre os acionistas minoritários, também denominado de acionistas externos (principal) e os acionistas majoritários - acionistas/gestores (agentes).

No caso de um empresário decidir abrir o capital de sua empresa com objetivo de captar recursos externos, via emissão de ações, surge uma relação de agência entre o proprietário/gestor e os novos acionistas. O empresário, na sua posição anterior de único proprietário, poderia compor sua remuneração com diferentes proporções entre consumo de benefícios não-monetários (gastos) e retirada de pró-labore, sem que sua riqueza total fosse afetada. Nesse caso, se a empresa for a totalidade de seu patrimônio e de sua fonte de rendimentos, qualquer gasto monetário ou não-monetário tem reflexo no lucro líquido da empresa e, em igual proporção, na sua riqueza, haja vista que o proprietário detinha 100% das ações.

No instante em que o proprietário decide abrir o capital da sua empresa, passando a ser o acionista/gestor, o consumo de benefícios não-monetários (não-pecuniários), como carro, sala de luxo, viagens, torna-se a melhor alternativa para compor sua remuneração referente ao seu trabalho (como gestor) e ao seu capital (como acionista).

Em relação à remuneração decorrente do trabalho, os aumentos através dos benefícios não-pecuniários são preferíveis em função de não aumentarem os encargos sociais da empresa e nem o imposto de renda pessoa física a ser pago pelo gestor, ao contrário do que ocorre se o aumento da remuneração for através de salários. Além disso, evita problemas de haver comparações de salários entre os funcionários em geral e os escalões mais altos

(diretoria/gerência).

Uma das vantagens dos aumentos do consumo de benefícios não-monetários (não pecuniários), em relação ao retorno do capital, é o fato de que, os primeiros - por serem diretos e pessoais - são mais vantajosos do que os dividendos a serem recebidos, divididos proporcionalmente em função de sua composição acionária. Além disso, esses benefícios não refletem totalmente na riqueza do acionista, como ocorria quando as ações (a empresa) pertenciam a um único proprietário. Os benefícios serão rateados entre todos os acionistas, sendo abatidos como despesas do lucro líquido total da empresa e não de sua participação dos lucros. Desta forma, quanto menor a participação acionária do gestor, maior a tendência para o consumo de benefícios não-pecuniários e maior a necessidade de controle por parte dos acionistas externos.

Ao perceber esta possibilidade, o novo acionista está disposto a pagar um preço menor de subscrição das ações para compensar o aumento dos gastos do proprietário/gestor (agente) (JENSEN & MECKLING, 1976). Esta diferença entre o preço "justo" de emissão (valor real da ação) e o preço que será subscrito, é um custo de agência pago pelo agente. Essa situação deve-se ao fato de que quando o proprietário abriu o capital de sua empresa, os futuros acionistas precificaram-na levando em conta, além dos retornos futuros, o atual nível de remuneração e de consumo do proprietário.

Para JENSEN & MECKLING (1976), é praticamente impossível

conseguir anular os custos de agência, podendo ser ,no entanto, minimizados através de instrumentos que incentivem o administrador a agir visando os interesses do principal. Estes instrumentos geram custos de monitoração e de limitação, denominados também de custos de agência.

A monitoração consiste em controlar, entre outros, os gastos não-monetários dos agentes; inclui, como por exemplo, a auditoria, o sistema formal de controle, a restrição orçamentária. As informações públicas também podem ser consideradas um exemplo de custo de monitoração, pois fornecem aos acionistas minoritários maior clareza através da gestão.

Os custos de limitação são incorridos pelos agentes que limitam seus benefícios e seus poderes. Os gestores preferem limitar seus gastos não-monetários para não perderem o controle da empresa, comprometendo-se a maximizar o valor da mesma. Podem ser considerados, também, como o custo incorrido pelo agente em atitudes que demonstrem que ele está agindo em interesse do principal.

O principal e o agente estão dispostos a incorrerem nesses custos até o ponto no qual o benefício obtido pelo principal/agente for superior aos custos decorridos da relação entre eles.

Alguns autores (LEASE, McCONNELL & MIKKELSON, 1983; HARRIS & RAVIV, 1988) têm sugerido que o mercado de capitais possui um importante papel na diminuição dos conflitos de agência. Eles consideram que o preço das ações no mercado de

capitais sinaliza o efeito dos problemas de agência nos resultados das empresas, ou seja, os custos de agência estão refletidos nos preços.

9.1 A Distribuição dos Lucros: Problema ou Instrumento de Monitoração

A decisão de distribuir ou não os lucros é considerada uma das maiores divergências de interesses entre os agentes e os acionistas.

Para os empresários, a distribuição de dividendos, por representar uma efetiva diminuição de caixa das empresas no momento de seu pagamento, pode tornar-se indesejável quando ocasionar a necessidade de capital externo para o financiamento de novos investimentos. Para JENSEN (1986), essa situação pode gerar uma estrutura sub-ótima, ou seja, não são realizados todos os investimentos rentáveis e necessários para a empresa, pois os gestores não têm interesse em correr o risco da captação de recursos externos e a monitoração dos credores.

Além disso, a retenção do lucro gera aos gestores maior disponibilidade de caixa, proporcionando-lhes maior segurança, pois diminui o risco da falta de capital de giro para financiar as atividades operacionais da empresa.

A disponibilidade de caixa possibilita, também, reduzir o risco de perda de emprego do gestor pela diversificação dos ativos da empresa (MANN & SCHERMAN, 1991). As empresas com

produtos de áreas distintas têm maiores probabilidades de superar as crises (prejuízo) em alguma área específica, ou seja, menor risco de falência, do que uma empresa que atua em um único setor. No entanto, decisões de maior segurança, diversificação e crescimento, nem sempre levam à maximização da riqueza dos acionistas. Elas poderão, muitas vezes, apenas trazer a maximização da satisfação dos seus gestores, o que ocasiona custos de agência (perdas) para os seus acionistas.

É importante enfatizar que a retenção, por si só, não tem impacto negativo na riqueza dos acionistas. Muitas vezes, ela torna-se essencial para que os gestores consigam maximizar o valor da firma. No entanto, torna-se prejudicial ao acionista quando não é utilizada em projetos rentáveis, ou quando é utilizada pelos controladores para benefícios próprios, através de vantagens particulares com o aumento dos gastos não-monetários.

Assim, empresas com grande geração de caixa (e/ou fluxo de caixa livre) apresentam maior probabilidade de que seus agentes façam mal uso dos fundos pela realização de investimentos com valores negativos (sub-ótimos) (JENSEN, 1986). Isso ocorre, principalmente, quando a remuneração e promoção dos administradores está relacionada ao tamanho da empresa. Assim, a disponibilidade de caixa permite a realização de investimentos, mesmo que esses não maximizem a riqueza de seus acionistas.

Pelo lado dos acionistas, como visto anteriormente, os

dividendos representam dinheiro hoje, por isso seu recebimento, muitas vezes, é preferível à expectativa futura de ganhos de capital. A retenção de lucro é desejável quando proporcionar

aumento significativo nos dividendos futuros, ou seja, o investidor estará disposto a abdicar do dividendo corrente, se este dividendo retido proporcionar maior dividendo no futuro, e superior às suas aplicações individuais (GORDON, 1963). No entanto, por não possuírem o controle da empresa, os acionistas não sabem se os investimentos escolhidos pelos administradores são os mais rentáveis. Assim, o recebimento de dividendos significa para o investidor, além de disponibilidade de caixa, maior controle de seus recursos e escolha própria do investimento de seu capital.

Apesar do pagamento de dividendos ser considerado um problema de agência, ele também é considerado por muitos (FELDSTEIN & GREEN, 1983; CRUTCHLEY & HANSEN, 1989) um instrumento de monitoração que diminui os custos de agência atribuídos às ações. É uma forma de reduzir o poder dos administradores, evitando o mau aproveitamento dos recursos. Os dividendos são um tipo de sinalização das condições financeiras da empresa: o administrador seleciona uma política de dividendos para comunicar o nível e o crescimento real dos resultados (FELDSTEIN & GREEN, 1983). Em outras palavras, o pagamento de dividendos mostra que a empresa tem boa capacidade de geração de caixa. A distribuição de dividendos pode significar que a administração consegue

cumprir com suas obrigações operacionais, proporcionar o crescimento da empresa e ainda gerar uma disponibilidade anual de caixa aos investidores sem prejudicar a rentabilidade dos investimentos da mesma. Uma empresa que opte pelo pagamento de dividendos é sinônimo de empresa estável, com pequena volatilidade e com perspectivas de bons resultados.

O pagamento de dividendos também pode ser um instrumento de monitoração do administrador, quando esse pagamento exigir que a empresa busque recursos externos para financiar seus novos investimentos.

Os gestores das empresas que captam constantemente recursos via mercado acionário, têm uma grande preocupação em atender os interesses dos acionistas. Os novos investidores não subscrevem ações quando verificam que os custos de agência, gerados por vantagens obtidas pelos gestores, não estão mensuradas nos preços. Os novos acionistas passarão a exigir um preço de subscrição tanto menor quanto maiores forem os custos de agência, desta forma compensando-os.

Logo, os gestores das empresas que vão constantemente ao mercado acionário buscar capital, têm incentivos para reduzir os custos de agência. A redução destes custos pode proporcionar uma valorização das ações de sua empresa no mercado, possibilitando um aumento no preço de subscrição e mais recursos para novos investimentos.

Além disso, a redução dos custos de agência também poderá diminuir a comissão de colocação cobrada pelas instituições

financeiras para coordenar e/ou participar da operação de *underwriting*. Assim, essas instituições requerem maior explicações sobre a empresa, exigindo maior transparência e mais informações.

Adicionalmente, a emissão de ações poderá modificar a estrutura financeira da empresa - aumentando a proporção de capital próprio sobre o capital de terceiros. Tal fato pode possibilitar a obtenção de empréstimos ou emissão de títulos com taxas mais acessíveis à companhia (EASTERBROOK, 1984).

Para ROZEFF (1982), a relação de agência existente nas companhias abertas pode ser um dos motivos pelo qual as empresas distribuem dividendos. Para o autor, o pagamento de dividendos e a subsequente emissão de ações é um instrumento adequado para monitorar os gestores das empresas. Os dividendos associados à emissão, sinalizam uma empresa lucrativa e em crescimento, com boas oportunidades de investimentos. A emissão de ações possui custos próprios, como convocação de assembléia, boletins de subscrição, instituição financeira responsável. No entanto, segundo o autor, esses custos diminuem os custos de agência que possuem maior efeito negativo nas empresas. A empresa deverá procurar uma política ótima de pagamento de dividendos que minimizem os dois custos.

Ainda ROZEFF (1982), ao analisar empresas norte-americanas, verificou que este tipo de monitoração tem resultados satisfatórios nas empresas não administradas por acionistas e com uma grande quantidade de acionistas.

Posteriormente, JAHERA et al. (1986), baseado nos estudos de ROZZEF (1982), analisou 386 empresas norte-americanas, obtendo os mesmos resultados. Para este autor, o pagamento de dividendos seguido de uma emissão de ações serve de instrumento de monitoração dos gestores, quando há uma grande percentagem de acionistas externos dispersos e quando o controle da empresa é exercido por administradores/funcionários. Os administradores tendem a aumentar o *payout* como sinal de que estão atuando de acordo com os interesses de seus acionistas. Por outro lado, o *payout* tende a diminuir quando há grande percentagem de acionistas/gestores, pois por serem também acionistas, eles administram conforme o interesse global. Para JAHERA et al. (1986), a divergência entre acionistas internos e externos é insignificante. O conflito de interesse importante está entre gestores e acionistas.

Recentemente, CRUTCHLEY & HANSEN (1989), em seus estudos com empresas industriais norte-americanas, no período de 1977 a 1985, afirmam que a política de dividendos é um bom instrumento para monitorar os administradores. Entretanto, existem fatores como a volatilidade dos lucros, tamanho da empresa e custos de emissão que irão influenciar no nível de pagamento dos dividendos.

Além disso, quando há um pequeno grupo ou um indivíduo que possui a propriedade da maioria das ações e grande número de acionistas externos minoritários (controle majoritário), os interesses entre acionistas externos e internos,

normalmente, são conflitantes. Essa relação assemelha-se à relação de agência entre gestores/funcionários e um grande número de acionistas dispersos. Conseqüentemente, em empresas com controle majoritário, há também uma grande possibilidade de que a política de dividendos e a subscrição de ações sejam um bom instrumento de monitoração.

Logo, considerando que a maioria das empresas brasileiras possui um controle majoritário, talvez a política de dividendos, seguida de uma subscrição de ações seja um dos instrumentos adequados para monitorar os gestores. O pagamento dos dividendos permite que o acionista decida aonde investir. Conseqüentemente, o administrador terá interesse em agir conforme a vontade do acionista externo para poder utilizar o mercado acionário como uma fonte alternativa de recursos, pois se os gestores estiverem atuando satisfatoriamente, o investidor terá incentivo para reinvestir na empresa através da subscrição de ações.

10. AS RESTRIÇÕES LEGAIS E TRIBUTÁRIAS NO BRASIL

A operacionalização de uma política de dividendos é limitada pelas restrições legais e tributárias de cada país. Segundo WESTON & COPELAND (1986), VAN HORNE (1987) E GITMAN (1987), além da legislação elaborada, conforme as características de cada país, existem restrições legais que são consideradas universais, como a integridade do capital, lucros acumulados e insolvência. Também, independente do país, as restrições tributárias objetivam realizar a captação de recursos por parte do governo para o sustento de sua máquina operacional.

10.1 Restrições Legais

No Brasil, as restrições legais sobre a distribuição dos dividendos está contida, basicamente, na Lei das Sociedades Anônimas nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Essa Lei instituiu, independente do tipo de ação, um dividendo mínimo obrigatório para todas as Sociedades Anônimas de 25% do lucro líquido ajustado, ou o que tenha sido estabelecido em seu estatuto.

O estatuto da empresa poderá estabelecer o dividendo como percentagem do lucro, ou do capital social, "ou fixar outros

critérios para determiná-lo, desde que sejam reguladas com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria" (art. 202, parágrafo 1º).

Quando a política de dividendos estiver omissa no estatuto social da empresa, o pagamento dos dividendos deverá ser igual à metade do lucro líquido ajustado (Lei nº 6.404/76, art. 202). Entende-se por lucro ajustado o lucro líquido do exercício após a dedução das importâncias destinadas à reserva legal, às reservas de contingências e à reserva de lucros a realizar, e após a adição da reversão das mesmas reservas formadas em exercícios anteriores.

As ações preferenciais têm o privilégio no recebimento de seus dividendos em relação às ações ordinárias, ou seja, as ações ordinárias só podem receber seus dividendos após as preferenciais terem recebido os seus. Os valores dos dividendos dos dois tipos de ações podem ou não ser iguais, conforme o estatuto social de cada empresa. Além disso, as ações preferenciais, até um período de três exercícios sociais consecutivos sem o recebimento de seus dividendos, passam a ter direito de voto, como as ordinárias. Este direito extingue-se quando novamente forem pagos os dividendos.

Além disso, as ações preferenciais podem ter o direito de preferência de um dividendo mínimo ou de um dividendo fixo. Esses dividendos têm que ser pagos, respeitando os dividendos obrigatórios em todos os períodos em que houver lucro (art.

17). Segundo MARTINS & ASSAF NETO (1981), esses dividendos têm uma exigibilidade violenta, pois somente a constituição da reserva legal pode impedir o seu pagamento. Qualquer outra reserva, como para contingência e de lucros a realizar, não pode ser criada em detrimento desses dividendos, não importando se o lucro é formado com ou sem a conseqüente disponibilidade de caixa.

Segundo o art. 17 da Lei nº 6.404/76, os acionistas que recebem dividendos fixos não podem participar dos lucros remanescentes depois de terem sido pagos esses dividendos. No entanto, conforme MARTINS & ASSAF NETO (1981, p. 526), existe uma contradição não resolvida nesta legislação: "já que o artigo 17 da lei citada permite que o estatuto autorize pagamento maior do que o fixo, o que descaracteriza - o 2º parágrafo - e por determinar que se, lucros remanescentes não distribuídos forem incorporados ao capital, passará esse a dividendo fixo, quer haja ou não bonificação - 4º parágrafo. Com isso passa a haver participação, via aumento do valor patrimonial, do acionista preferencial sobre lucros remanescentes incorporados ao capital".

Em relação às restrições universais, a integridade do capital estabelece que o pagamento dos dividendos não pode reduzir o capital da empresa (GITMAN, 1987). Esta restrição tem como finalidade proteger os credores. A garantia dos credores vai diminuindo, ao serem pagos dividendos que reduzam o capital social da empresa, pois a relação entre passivo e patrimônio líquido irá aumentar, e,

conseqüentemente, também o risco da empresa envolvida.

Em países com inflação elevada, caso o capital social da empresa não for atualizado periodicamente, esta restrição perde a sua finalidade. O valor do capital torna-se tão insignificante ao longo do tempo, que não fornece base suficiente de capital próprio como garantia aos credores. Por esta razão, a Lei nº 6.404/76 determina que o capital seja atualizado pela correção inflacionária anual.

No entanto, em algumas companhias brasileiras o índice de correção legal não é coerente com a sua perda inflacionária, seus ativos permanecem, mesmo após a atualização sub-avaliados. Nesse caso, mesmo com a atualização inflacionária, a restrição de integridade do capital perde sua finalidade; ou seja, o valor do capital permanece sub-avaliado, não protegendo os credores da empresa.

As empresas acumulam seus lucros para que tenham recursos disponíveis para financiar seu capital de giro e seus investimentos. A segunda restrição legal universal - os lucros acumulados em excesso - existe para que não haja acumulação indevida, ou seja, bem superior às necessidades atuais e futuras de investimento das empresas. Isso ocorre para evitar que as empresas retenham lucros apenas para diminuir a tributação dos acionistas sobre dividendos recebidos. Assim, a legislação brasileira (Lei nº 6.404/76), no artigo 199, restringe o saldo das reservas de lucros até o valor do capital social, exceto o saldo das reservas de contingências e de lucros a realizar.

A insolvência, que é outro fator universal que pode impedir a distribuição dos dividendos, é a situação na qual o valor de mercado dos ativos da empresa é inferior a seu passivo, ou é a situação na qual a empresa é incapaz de pagar seus credores no vencimento das obrigações. Nesses casos, há a proibição do pagamento de dividendos para evitar que a empresa torne-se inadimplente ou entre em concordata. No entanto, no Brasil para que as companhias abertas sejam isentas do dividendo obrigatório no exercício social, os administradores são obrigados a comunicar à assembléia geral ordinária que os dividendos são incompatíveis com a situação financeira da empresa. Conjuntamente, o conselho fiscal (se existir) deverá dar seu parecer e a empresa deverá enviar à Comissão de Valores Mobiliários (C.V.M.), no prazo de cinco dias após a assembléia, as razões para este ato (Lei nº 6.404/76, art. 202 parágrafo 4º). Além disso, a Lei nº 6.404 exige que os dividendos não distribuídos sejam retidos como reserva especial e se não forem utilizados para absorver prejuízos posteriores, terão que ser pagos quando a situação da companhia permitir.

10.2 Restrições Tributárias

As restrições de ordem tributária incidem, basicamente, sobre dividendos e sobre ganhos de capital. Ainda podemos ter uma terceira influência tributária sobre a política de dividendos quando é permitida, ou impedida, a dedutibilidade

dos dividendos como despesas, para efeitos de apuração do lucro a tributar.

Em relação às restrições tributárias brasileiras para dividendos e ganhos de capital têm havido, ao longo dos anos, alterações nas alíquotas e nas isenções. Isso pode influenciar positiva ou negativamente a decisão dos investidores em aplicar no mercado de ações.

No Decreto-Lei nº 1.790 de 9 de junho de 1980, art. 1º, os dividendos, bonificações em dinheiro, lucros e outros interesses distribuídos pelas companhias abertas a pessoas físicas residentes ou domiciliadas no país, eram sujeitos ao desconto do Imposto de Renda na fonte à alíquota de 15%. Já nas companhias fechadas, os dividendos pagos eram tributados em 25%. Isso gerava um incentivo à abertura de capital das empresas, pois ocasionava uma economia fiscal para seus acionistas.

Essa alíquota, entretanto, foi alterada para 23% no Decreto-Lei nº 2.065 de 26 de outubro de 1983. Além disso, no art. 8º desse decreto, a diferença verificada na determinação dos resultados da pessoa jurídica, por omissão de receitas ou por qualquer outro procedimento que implicasse na redução do lucro líquido do exercício, seria considerada automaticamente distribuída aos acionistas e, sem prejuízo da incidência do Imposto sobre a Renda da pessoa jurídica. Nesse caso, a tributação era de 25%.

Essa lei aumentou a carga tributária dos investidores em ações de empresas que distribuía dividendos, pois apesar da

tributação ser paga pela empresa, ela era descontada do lucro pago a ser distribuído pelos investidores. Conseqüentemente, o aumento da carga tributária refletiu no retorno do capital investido dos acionistas da empresa.

Já nas empresas que não pagavam dividendos, o retorno do capital investido dos seus acionistas se dava através da valorização de suas ações, sobre a qual não incidia tributação. Assim, as empresas que retinham seus lucros, beneficiavam seus investidores em relação à tributação a ser paga por eles.

Com a Lei nº 7.713, de 22 de dezembro de 1988, art. 35, a tributação de dividendos exclusiva na fonte foi substituída pelo imposto de renda na fonte sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas, denominado ILL - Imposto sobre Lucro Líquido, passando a vigorar em 1989.

Assim, o lucro líquido apurado pelas pessoas jurídicas a partir do período-base encerrado em 1989 passou a ser tributado na fonte, no encerramento do período base de sua apuração, como rendimento dos sócios quotistas ou acionistas da sociedade, independentemente da efetiva distribuição.

Em relação aos beneficiários, esse imposto:

- era considerado devido exclusivamente na fonte, quando o beneficiário do lucro fosse pessoa física;

- poderia ser compensado, pelo beneficiário pessoa jurídica, com o imposto incidente na fonte sobre o seu próprio lucro líquido (Lei nº 7.713 art. 35, parágrafo 4º). Esse item foi revogado pelo art 9º da Lei nº 7.959 de 21 de

dezembro de 1989. Assim, o imposto passou a ser devido exclusivamente na fonte também para os beneficiários pessoas jurídicas (Instr. Normativa da Receita Federal nº 139/22-12-1989).

Em relação aos dividendos distribuídos antecipadamente, por conta do resultado do período-base, esses passaram a ser tributados em conta redutora do patrimônio líquido, estando sujeitos à incidência do imposto por ocasião do encerramento do período-base da distribuição (Instr. Normativa da Receita Federal nº 139).

Posteriormente, o art. 35 da Lei nº 7.713 foi complementado pela Lei nº 7.959 de 21 de dezembro de 1989 e pela Instrução Normativa da Receita Federal nº 139 de 22 de dezembro de 1989, em relação às normas para cálculo e recolhimento do imposto de renda incidente.

Essa alteração de tributação acabou com a vantagem que havia em relação à retenção e à distribuição dos lucros. A partir dessa Lei, independente da quantia a ser distribuída pela empresa, o lucro passível de distribuição era tributado em 8%. Logo, em relação à carga tributária dos acionistas, tornou-se indiferente à empresa distribuir ou não dividendos.

Foi também a Lei nº 7.713 que instituiu o imposto de renda sobre ganhos de capital para as pessoas físicas (art. 1º e 40). No entanto, excluía ganhos de capital decorrente de alienação de ações de companhia aberta no mercado à vista de Bolsa de Valores (art.22). Essa exclusão foi revogada pela Lei nº 7.799 de 10 de julho de 1989, art. 55. Assim, estão

sujeitos ao imposto de renda pela alíquota de 25% os ganhos líquidos, apurados a partir de 1º de julho de 1989, obtidos por pessoas físicas ou jurídicas não tributadas com base no lucro real, inclusive as isentas, em operações realizadas nas Bolsas de Valores, de Mercadorias, de Futuro e Assemelhadas. Continuou isento o ganho de capital das pessoas físicas decorrentes de alienação de ações de companhias abertas no mercado à vista de Bolsa de Valores.

A partir da Medida Provisória nº 162 de 05-03-90 foi revogada a isenção das pessoas físicas nas operações à vista com ações de companhias abertas. Logo, ficaram sujeitas ao pagamento do imposto de renda, também, à alíquota de 25%, as pessoas físicas que perceberem ganhos líquidos nas operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, futuros e assemelhados (Medida Provisória da Receita Federal nº 162 de 5-03-90, aprovada pela Lei nº 8.014 de 06-04-90 e Lei nº 8314 de 27-12-90 art. 18 e 22).

Pelo art. 36 da Lei nº 8.383 de 30 de dezembro de 1991, o imposto incidente sobre ganhos líquidos em operações realizadas nas bolsas de valores passou a ser retido na fonte (vigência a partir de janeiro de 1992). Esses ganhos de capital serão apurados pela diferença entre a compra corrigida monetariamente e a venda, e tributados em separado. A apuração desses resultados deve ser mensal, com o pagamento no mês subsequente ao da percepção dos mencionados ganhos (Lei nº 8.314 de 27-12-90 e Lei nº 8.541 de 24-12-92).

Para os beneficiários pessoas jurídicas, tributados com

base no lucro real, o imposto será considerado antecipação do devido na declaração. Para as pessoas físicas, a tributação será considerada definitiva, sendo vedada a compensação na declaração. No entanto, verifica-se que apesar da determinação da retenção na fonte, não há nenhuma legislação com regras que definam os responsáveis por essa retenção.

Cabe salientar que, caso a empresa se utilize da tributação por lucro real, o ganho de capital deverá ser submetido à tributação no balanço dos resultados da empresa, caso seja lucrativa, a uma alíquota escalonada de 35% até 45%.

Considerando que, após a vigência dessas tributações o lucro líquido é tributado 8% independente do valor distribuído de dividendos; que há isenção de tributação no recebimento de dividendos, não importante o montante distribuído por pessoa jurídica que já tenha pago o ILL; e que os ganhos de capital auferidos são tributados, pode-se afirmar que o recebimento de dividendos proporciona uma menor carga tributária aos acionistas. Em outras palavras, passa a ser mais vantajoso para o investidor o recebimento de dividendos, do que auferir ganhos de capital na venda de suas ações.

Porém, pela Lei nº 8.383 de 30 de dezembro de 1991, foi eliminado o ILL. Assim, os lucros apurados a partir de 1º de janeiro de 1993 não estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte sobre o lucro líquido de que tratava o art. 35 da Lei nº 7.713/88, permanecendo em vigor a não incidência do

imposto sobre o que for distribuído a fundos mútuos de investimentos, fundos de pensão, pessoas físicas e jurídicas, residentes ou domiciliadas no país.

Assim, com a extinção do ILL torna-se ainda mais vantajoso ao investidor receber dividendos do que auferir ganhos de capital. Os dividendos passam a ser totalmente isentos de impostos, ou seja, não há incidência de impostos sobre os dividendos nem na fonte (empresa) e nem posteriormente, na tributação dos acionistas. Nesse caso, não existe a suposta dupla tributação sobre dividendos - o acionista é tributado na empresa e também na distribuição dos lucros - a qual é mencionada, em outros mercados acionários, por vários autores, entre eles, BRADFORD (1981), SHOVEN & BAGWELL (1989).

Logo, não havendo tributação no pagamento de dividendos, as empresas possibilitarão uma maior rentabilidade líquida a seus acionistas se distribuírem o retorno de seu capital através do recebimento de dividendos, e não através de ganhos de capital auferidos.

10.2.1 Estratégia de Política de Dividendos para após as Alterações Tributárias

Após a reforma tributária, ocorrida no período entre 1988 e 191990, tornou-se indiferente para a empresa (em relação à carga tributária) a quantia de dividendos a ser paga. Isso ocorreu devido ao fato de que todo o lucro passível de

distribuição passou a ser tributado em 8%, independente da quantia efetivamente distribuída. Para o investidor, o recebimento de dividendos passou a ser mais vantajoso que os ganhos de capital a serem auferidos pelos acionistas, pois os dividendos tornaram-se isentos e os ganhos de capital, tributados.

Em função dessas alterações, PROCIANOY & CUNHA (1992) sugerem uma estratégia de política de dividendos que deveria ser utilizada pelas empresas para maximizar a riqueza dos seus acionistas. A estratégia de política de dividendos por eles sugerida, consiste no máximo de pagamento possível de dividendos acompanhado de uma emissão particular de ações pelas empresas, com o objetivo de recapitalizá-las e de fazer frente aos seus desejos de investimentos. Segundo esses autores, essa política de dividendos poderá reduzir a tributação sobre ganhos de capital para os investidores pessoas físicas, pessoas jurídicas e fundos de investimento.

Cabe salientar, no entanto, que essa estratégia (o pagamento do maior volume de dividendos possível) deve ser secundária à situação econômica da empresa, presente e futura. A sobrevivência da companhia é prioritária à economia fiscal a ser obtida pelos investidores.

A sugestão apresentada baseia-se na expectativa de que os administradores das empresas, bem como os investidores do mercado de capitais, têm atitudes racionais na gestão de seus recursos. Eles buscam o maior retorno possível para o mesmo nível de risco incorrido, ou seja, a economia fiscal será

buscada como forma de maximizar a riqueza dos acionistas.

A emissão particular de ações é utilizada como instrumento de recapitalização da empresa. Nessa emissão a empresa buscará a parte dos recursos que pagou como dividendos, mas que necessita para executar seus investimentos, atuais ou futuros, ou também para repor seu capital de giro. Os custos adicionais nessa emissão são apenas de publicação de atas, de avisos societários, e do custo financeiro entre a data de pagamento dos dividendos e da integralização das ações a serem subscritas. Esses custos tornam-se irrelevantes se comparados aos 8 a 10% cobrados pelos banqueiros para uma emissão pública.

O preço de emissão na colocação privada deve ser bastante baixo e atrativo em relação ao preço vigente nas Bolsas de Valores, pois isto garantirá a não existência de sobras. Caso elas existam, seriam facilmente absorvidas num rateio entre os subscritores que desejassem aumentar suas participações relativas na empresa.

11. PESQUISA DE CAMPO

A pesquisa de campo iniciou com o cálculo do tamanho da amostra e a partir desse dado procedeu-se a análise dos tópicos apontados na metodologia.

11.1 Tamanho da amostra

Devido à grande variabilidade dos índices *payout* das 21 empresas pesquisadas de ano a ano, foi necessário utilizar um nível de significância de 10% e confiabilidade de $pf = 0,86$ (conforme metodologia descrita no Capítulo 4). Obteve-se como tamanho mínimo de amostra $n = 14$.

As empresas que formaram a amostra foram as seguintes:

- 1 - Azevedo Travassos S.A.
- 2 - Baumhardt Irmãos S.A.
- 3 - Cia. Cervejaria Brahma
- 4 - Companhia Souza Cruz Indústria e Comércio
- 5 - Cia. Têxtil Karsten
- 6 - Grazziotin S.A.
- 7 - Inepar S.A. Ind. e Construções
- 8 - Marcopolo S.A. - Carrocerias e Ônibus
- 9 - Metalúrgica Gerdau S.A.
- 10- Pevê Participações S.A.
- 11- Sadia Concórdia S.A. Ind. e Comércio

- 12- Siderúrgica Guaíra S.A.
- 13- Siderúrgica Riograndense S.A.
- 14- União de Indústrias Petroquímicas S.A. - Unipar

Junto com essa amostra também foram analisadas algumas empresas que tiveram um *payout* inexistente, ou seja, tiveram prejuízo, mas que mesmo assim distribuíram dividendos. São elas:

- 1- Brasmotor S.A.
- 2- São Paulo Alpargatas S.A.
- 3- Cia. Iguazú de Café Solúvel
- 4- Siderúrgica Aço Norte S.A.
- 5- Distribuidora de Produtos de Petróleo Ipiranga S.A.
- 6- Cia. Siderúrgica da Guanabara - COSIGUA
- 7- Casa Anglo Brasileira S.A.

11.2 Teste de Hipótese para Diferença entre Médias

Através da média do índice *payout* do ano de 1987 e 1988 de cada empresa obteve-se X_1 , e da média do índice *payout* do ano de 1990 e 1991 de cada empresa obteve-se X_2 (ver metodologia). As médias obtidas para cada empresa foram as seguintes:

Tabela 2: Média dos índices *payout* de cada empresa para o período 1987/88 e 1990/91.

Empresas	Média de 1987/88	Média de 1990/91
Azevedo Travassos S.A.	0,30	0,47
Baumhardt Irmãos S.A.	0,14	0,18
Cia. Cervejaria Brahma	0,53	0,28
Cia. Têxtil Karsten	0,21	0,49
Grazziotin S.A.	0,24	0,12
Inepar S.A.	0,13	0,13
Marcopolo S.A.	0,17	0,32
Metalúrgica Gerdau S.A.	0,25	0,31
Pevê Participações S.A.	0,16	0,10
Sadia Concórdia S.A.	0,24	0,26
Siderúrgica Guaíra	0,21	0,31
Siderúrgica Riograndense	0,24	0,31
Souza Cruz	0,59	0,50
Unipar	0,21	0,88

Após calcular X_1 e X_2 , calculou-se a variância comum, a estatística t de teste ($t = 1,11667$) e o intervalo de confiança. Com essas informações, realizou-se o teste de hipótese e H_0 não foi rejeitado, ou seja, aceitou-se H_0 : não há modificação na política de dividendo das empresas a nível de significância de 10%.

11.3 Estudo das Variações do Índice *Payout*

11.3.1 Análise de Variância com dois fatores: Grupos e Períodos

Como visto anteriormente na metodologia, a análise de variância foi utilizada para se poder observar melhor o comportamento da política de dividendos das empresas ao longo

do tempo e da relação existente entre as políticas das empresas. Nesse tipo de análise, as empresas foram divididas em três grupos: aumentaram o índice *payout* (grupo I), mantiveram (grupo II) e diminuíram (grupo III), o referido índice.

Tabela 3: Análise de variância do índice *payout* entre as empresas do grupo amostral e entre os períodos de 1987/88 e 1990/91

Fontes de Variação	GL	Soma de Quad.	Quad. Médio	F	Nível
Grupos	2	0,1736	0,0868	3,1564	0,059
Períodos	1	0,0200	0,0200	0,7273	
Grupos x Períodos	2	0,2172	0,1086	3,9491	
Resíduos	12	0,3297	0,0275	
Total	17	0,7406			

Ao analisar a diferença do índice *payout* médio entre as empresas (Tabela 3), não se verificou, a nível de 5%, uma mudança de política de dividendos de uma empresa para outra (aceita H_{01}). Ou seja: em média, as empresas seguem a mesma política de dividendos. No entanto, se considerarmos um nível de significância de 6% a hipótese H_{01} seria rejeitada: a política de dividendo das empresas são diferentes.

Na análise da diferença entre períodos (Tabela 3) não observou-se, a nível de 5%, uma mudança significativa da política de dividendos do período anterior às reformas tributárias para o período posterior (aceita H_{02}).

Considerando a interação entre os grupos e os períodos (Tabela 3), é possível aceitar que o índice *payout* difere (rejeita-se H_{03}). Isso significa que a política de dividendos

das empresas não é homogênea. Ela difere de empresa para empresa, e ao mesmo tempo de período para período.

11.3.2 Seqüência de Intervalos de Médias por Empresa

Para se verificar se havia igualdade entre o desempenho médio do índice *payout* das empresas, utilizou-se a técnica da seqüência de intervalos de confiança. Considerando os quatro anos 1987, 1988, 1990 e 1991, obteve-se a seguinte seqüência:

Tabela 4: Seqüência de intervalos de confiança, em ordem crescente, considerando os anos 1987, 1988, 1990 e 1991.

Empresas	Média	Desvio Padrão	Intervalo Confiança
Inepar	0,13	0,030	[-0,08;0,34]
Pevê Particip.	0,13	0,025	[-0,07;0,35]
Baumhardt	0,16	0,018	[-0,06;0,37]
Grazziotin	0,18	0,035	[-0,03;0,40]
Marcopolo	0,25	0,059	[0,03;0,46]
Sadia Conc.	0,25	0,023	[0,04;0,46]
Sid. Guaíra	0,26	0,035	[0,05;0,47]
Sid. Riograndense	0,27	0,023	[0,06;0,48]
Metal. Gerdau	0,28	0,023	[0,07;0,49]
Karsten	0,35	0,116	[0,14;0,56]
Azevedo	0,38	0,172	[0,17;0,60]
Brahma	0,40	0,310	[0,33;0,76]

Se for considerado um nível de significância de 10%, pode-se rejeitar a hipótese de igualdade entre os desempenhos médios do índice *payout* das empresas (Tabela 5).

Tabela 5: Análise de variância do índice *payout* entre as empresas do grupo amostral durante os períodos de 1987/88 e 1990/91.

Fontes de Variação	GL	Soma de Quad.	Quad. Médio	F	Nível
Entre as Empresas	13	0,9567	0,07359	1,663	0,10
Resíduos	42	1,8592	0,04427	...	
Total	55	2,8159			

11.3.3 Análise de Correlação e Regressão Linear Simples

Foi utilizada a análise de correlação e regressão linear simples para verificar se há uma relação entre a política de dividendos das empresas antes da reforma tributária (índice *payout* do período 1987/88) com a política depois da reforma tributária (índice *payout* do período 1990/91).

Em relação ao grupo de empresas que aumentaram o índice *payout*, conclui-se na análise de correlação e regressão linear simples, que as variações dos valores desses índices, no período 1987/88, não influenciaram nas variações do índice *payout* médio de 1990/91. Isso significa que a política de dividendos dessas empresas sofreu modificações no período de 1990/91 em relação ao período de 1987/88 (Tabela 6 e Anexo A - Figura 1) .

As empresas que constituem esse grupo são:

- 1 - Baumhardt Irmãos S.A.
- 2 - Cia. Têxtil Karsten
- 3 - Marcopolo S.A. - Carrocerias e Ônibus
- 4 - Metalúrgica Gerdau S.A.
- 5 - Siderúrgica Guaíra S.A.

6 - Siderúrgica Riograndense S.A.

7 - União de Indústrias Petroquímicas S.A.-Unipar

Tabela 6: Regressão linear simples do grupo que aumentou o índice *payout*, período de 1987/88 para 1990/91.

Medidas	
Correlação	0,233 (Fraca)
% Variação Explicada	5,4%
Regressão	$y = 0,114 + 1,4 x_i$

Quanto às variações dos valores do índice *payout* no período entre 1987/88, no grupo de empresas que diminuíram esse índice, observou-se que elas influenciaram nas variações do índice *payout* médio de 1990/91. Isso explica 80,8% das variações (Tabela 7 e Anexo A - Figura 2). Porém, devido ao tamanho do estrato, as evidências não sustentam a relação existente entre os períodos (a um nível de significância de 5%). Nesse caso, não se verifica uma mudança significativa da política de dividendos do período anterior às reformas tributárias para o período posterior.

As empresas que constituem esse grupo são:

- 1 - Cia. Cervejaria Brahma
- 2 - Companhia Souza Cruz Indústria e Comércio
- 3 - Graziotin S.A.

Tabela 7: Regressão linear simples do grupo das empresas que diminuiu o índice payout, período de 1987/88 para 1990/91.

Medidas	
Correlação	0,899 (Forte)
% Variação Explicada	80,82%
Regressão	$y = - 0,115 + 0,916xi$
T-valor	2,19903
T-tabular	4,30 (Aceita H_0)

As variações dos valores do índice payout no período 1987/88, no grupo de empresas que manteve esse índice entre os dois períodos, influenciaram nas variações do índice payout médio de 1990/91, explicando 90,6% das variações e sendo significativo a um nível de 5% (Tabela 8 e Anexo A - Figura 3). Nesse caso, não se verifica uma mudança significativa da política de dividendos do período anterior às reformas tributárias, para o período posterior.

As empresas que constituem esse grupo são:

- 1 - Azevedo Travassos S.A.
- 2 - Inepar S.A. Ind. e Construções
- 3 - Pevê Participações S.A.
- 4 - Sadia Concórdia S.A.

Tabela 8: Regressão linear simples do grupo das empresas que manteve o índice *payout*, período de 1987/88 para 1990/91.

Medidas	
Correlação	0,952 (Fortíssima)
% Variação Explicada	90,6%
Regressão	$y = - 0,191 + 2,08xi$
T-valor	5,378
T-tabular	3,18 (Rejeita H_0)

11.3.4 Teste Não Paramétrico

Pelo teste não paramétrico - Qui-Quadrado - observou-se que a subscrição de ações não está associada com o desempenho do índice *payout* (Tabela 9). Não se pode inferir que a subscrição ocorre em função do pagamento dos dividendos.

Tabela 9: Relação da política de dividendos com a subscrição no período de 1990/91.

Medidas	Grupo que Aumentou o Índice <i>payout</i>
Qui-Quadrado	0,03
Coef. Conting.	0,04
Nível	3,84

11.3.5 Resultados e Discussões

Os resultados mostram, que a um nível de significância de 10%, não se verifica alterações na política de dividendo das empresas brasileiras em função de uma reforma tributária. As constantes mudanças tributárias (H_1), ou seja, a

instabilidade política brasileira pode ser uma das causas pela qual a reforma tributária não interferiu na política de dividendos das empresas.

Em curtos períodos de tempo, verificam-se constantes mudanças na legislação fiscal brasileira. Por exemplo, o ILL (Imposto sobre Lucro a distribuir) foi criado em 1988 (passou a vigorar em 1989) e foi extinto em 1992 (vigência apartir de janeiro de 1993). Torna-se oneroso para a empresa e para o investidor mudar sua posição toda vez que ocorre uma alteração tributária. Estudos feitos por BLACK & SCHOLES (1974) mostraram que o custo e o risco de uma troca de posição são maiores do que o possível ganho a ser obtido pelo investidor com as mudanças do portfólio. Esses fatores, entre outros, fazem com que a política de dividendos não interfira nas decisões dos investidores e, conseqüentemente, nas decisões das companhias.

Em relação à tributação sobre ganhos de capital em ações, não se tem conhecimento que haja fiscalização, por parte do governo, sobre o seu pagamento e muito menos que os investidores estejam pagando esse imposto. Conseqüentemente, na prática, a carga tributária é nula tanto sobre o recebimento na forma de dividendos quanto na forma de ganhos de capital. Para o investidor é indiferente se a empresa retém ou distribui seu lucro. Nesse caso, para MODIGLIANI & MILLER (1961), a tributação não é um elemento diferenciador entre os dividendos e os ganhos de capital. Esse é outro fator que poderá justificar a não influência da tributação na

forma de pagamento dos dividendos das empresas.

A situação econômica das empresas brasileiras, após 1988, pode ser uma das razões que impossibilitou às companhias abertas a alteração de sua política de dividendos, ou seja, aumentarem o pagamento dos dividendos de forma a favorecer seus investidores. Devido aos inúmeros choques econômicos e à recessão do país na época, as empresas se encontravam em uma situação financeira delicada. A maioria não tinha geração de caixa suficiente para, ao mesmo tempo, manter suas atividades operacionais e distribuir seu lucro aos acionistas.

Em relação à análise de variância, verificou-se que, apesar da maioria das empresas terem como base o índice *payout* de 25% (ver capítulo 10), a política de dividendos das companhias abertas difere entre si, ou seja, as empresas não possuem um mesmo padrão para pagamento: um mesmo índice *payout*. Além disso, elas não possuem um índice constante ao longo do tempo.

Segundo WESTON & COPELAND (1986), a política de dividendos constante (índice *payout* constante) pode afetar negativamente o preço das ações no mercado em função da existência do valor informativo dos dividendos e da oscilação dos lucros de período para período. Além disso, essa forma de pagamento dos dividendos pode interferir nas decisões de investimento das empresas. Assim, para esses autores, essa política, provavelmente, não maximiza a riqueza de seus acionistas. Conseqüentemente, uma forma de pagamento que

utiliza um índice *payout* diferente a cada ano pode ser mais prejudicial ainda que a política de "payout constante", tanto para a empresa quanto para os seus acionistas. Ela deverá afetar o preço de mercado das ações na época de pagamento dos dividendos, interferindo na rentabilidade de seus acionistas e na captação de recursos via mercado acionário.

Ao se estudar o grupo das empresas que não teve lucro, mas pagaram dividendos, constatou-se que das sete empresas, apenas três mantiveram o aumento do índice *payout* nos dois anos após a reforma (1990/91), em relação ao período anterior (1987/88). Logo, o aumento deve estar mais diretamente relacionado com o valor informativo dos dividendos do que com a questão das mudanças tributárias.

Conforme VAN HORNE (1983), uma mudança, positiva ou negativa, no montante a ser pago é um sinal indicativo para os investidores do futuro da empresa: valor informativo dos dividendos. Isso significa que um aumento no índice de pagamento de dividendos gera um possível aumento nos preços das ações, pela mudança de expectativas em relação ao futuro da empresa, sendo o contrário também verdadeiro.

Em relação ao questionamento se as empresas que aumentaram seu índice *payout* fizeram, ao mesmo tempo, uma subscrição de ações (H2) verificou-se, com um nível de significância de 5%, que essa hipótese foi rejeitada, ou seja, apesar de metade das empresas que aumentaram seu índice *payout* terem feito uma subscrição, não se pode afirmar que o

aumento seja a principal causa da chamada de capital.

Além das razões anteriormente citadas, há outros fatores que podem ser responsáveis pelo fato das empresas não terem adotado a política de dividendos sugerida, entre os quais temos:

- a questão do conflito de interesses entre controladores/gestores e acionistas minoritários. Para o controlador/gestor, a retenção lhe proporciona maior disponibilidade de caixa e menor risco de falta de recursos para cumprir com seus compromissos;

- o alto risco que essa política significa para os gestores. Esses não têm certeza se através da subscrição particular irão conseguir retornar à empresa a parte dos recursos utilizados para o pagamento dos dividendos. Um fator que influencia nessa incerteza sobre o sucesso da subscrição é os custos de agência. Segundo JENSEN & MECKLING (1976), o acionista, ao perceber o aumento dos gastos não-monetários do acionista/gestor, está disposto a pagar um preço menor de subscrição das ações para compensar o aumento desses gastos. Logo, o acionista não irá subscrever ao perceber que no preço de subscrição não foram deduzidos todos os benefícios não-monetários que os controladores/gestores obterão.

12. CONCLUSÃO

O estudo realizado demonstrou que reformas na legislação fiscal brasileira não modificam significativamente a política de dividendos das companhias abertas, ou seja, a tributação não tem grande influência na política de dividendo das empresas do país.

Além disso, pode-se afirmar que a política de dividendos é importante nas decisões da empresa em relação às políticas de investimento e de financiamento, pois, nas empresas os dividendos e investimentos concorrem pela mesma fonte de recursos: o lucro. Segundo MODIGLIANI & MILLER (1961), nesse caso, a decisão de distribuir ou não o lucro torna-se relevante para a empresa.

Dentro desse contexto, verificam-se que as companhias abertas brasileiras não possuem um índice *payout* constante. Ele varia de ano para ano, conforme a situação financeira da empresa no momento, respeitando o mínimo legal. Além disso, observa-se que a grande maioria dos dividendos recebidos tem valor real muito baixo. Assim, apesar da política de dividendos poder interferir nas decisões de investimento e financiamento das companhias abertas brasileiras, pode-se inferir que, para a maioria das empresas, os dividendos constituem apenas a porção não usada do lucro (recurso

ocioso) que está à disposição do investidor. As empresas não possuem uma política de dividendos de longo prazo que é decidida juntamente às estratégias de financiamento e de investimento, visando a maximização da riqueza de seus acionistas.

Verificou-se, também, que os gestores nem sempre agem visando os interesses dos seus acionistas. Para os primeiros, a retenção do lucro é mais desejável que o pagamento de dividendos, diminuindo o risco de haver falta de recursos para financiar as atividades operacionais da empresa. Isso proporciona ao administrador uma maior segurança para tomada de decisões.

Em relação à estratégia sugerida por PROCIANOY & CUNHA (1992), constatou-se que essa proposta não foi colocada em prática. Logo, as empresas brasileiras não utilizam políticas de dividendos que diminuem o efeito da carga tributária de seus acionistas. Conseqüentemente, a política utilizada pelas companhias não está otimizando os interesses de seus investidores, ou seja, os acionistas não estão conseguindo um maior retorno líquido sobre o capital investido, dado o mesmo nível de risco.

Por outro lado, observou-se que analistas de mercado e jornalistas (GAZETA MERCANTIL, 18/01/93; Revista ABAMEC-Rio, 08/1991) têm percebido que a política de dividendos, a exemplo de outros países, deve tornar-se um fator de grande importância nas decisões dos gestores das empresas brasileiras. O pagamento de dividendos com remuneração

significativa sobre o capital investido poderá possibilitar a entrada de um volume maior de recursos no mercado acionário, incentivando o crescimento desse mercado. Esse fato permitiria também que os investidores diminuíssem sua carga tributária, possibilitando a formação de carteiras de ações baseadas em dividendos, ou seja, o retorno do capital se daria através dos dividendos e não através da compra e venda de ações. Esse tipo de carteira, levando em consideração a legislação fiscal em vigor, (há tributação sobre os ganhos de capital, mas não sobre os dividendos), proporciona a maior rentabilidade líquida para os acionistas das empresas brasileiras.

Visando proteger o acionista, a Comissão de Valores Mobiliários (C.V.M.) tem aumentado o seu controle sobre a forma de pagamento dos dividendos. Por exemplo, as empresas Copene e Banco do Brasil foram questionadas sobre a forma de cálculo utilizada para o pagamento dos seus dividendos. Essas empresas têm estabelecido, em seus estatutos, o pagamento de dividendo em função do seu capital social. Pela C.V.M., essas companhias distribuíram seus dividendos (exercício social de 1992) em função do capital social não corrigido monetariamente, estando incorreto conforme a Lei 6.404/76 (GAZETA MERCANTIL, 19/01/93).

Durante o estudo sobre a relação da tributação com a política de dividendos, deparou-se com vários obstáculos que não eram possíveis de serem solucionados, obrigando limitar o universo de análise da pesquisa. Em função de não se ter um

conhecimento mais aprofundado sobre a política de dividendos de cada companhia aberta, não se teve condições de analisar todos os tipos de política em uma mesma amostra. O único fator que se pode obter através das informações públicas para analisar a política de dividendos é o índice *payout*. Esse índice não pode ser calculado para as empresas que, mesmo com prejuízo pagam dividendos. Além disso, apesar das informações necessárias serem públicas, não se conseguiu que todas as empresas respondessem aos vários questionamentos enviados sobre as informações pendentes. Entretanto, essas limitações não impediram a precisão do trabalho, uma vez que o número da amostra estava além do limite mínimo permitido para a confiabilidade dos testes estatísticos.

Além disso, surgiram diversas questões que ainda não foram respondidas. É fundamental a continuação deste estudo através de novas pesquisas, pois as respostas a essas questões é de suma importância para o desenvolvimento do mercado acionário e da economia do país. A contemplação dessas questões abrangem os seguintes aspectos:

- A tributação influencia na decisão das empresas brasileiras sobre a forma de captação de recursos: dívida ou emissão de ações?

- Retestar o efeito clientela no mercado acionário brasileiro?

- Quais são os fatores mais importantes nas decisões dos gestores para pagamento dos dividendos?

- Qual é a política de financiamento utilizada pelos

gestores brasileiros?

Cabe salientar que esse trabalho está tendo continuidade com o objetivo de ampliar o número de empresas pesquisadas, e verificar se, com a extinção do ILL - que torna o pagamento de dividendos ainda mais vantajoso - os resultados obtidos por este trabalho continuam inalterados.

13. BIBLIOGRAFIA

- ALCHIAN, A. & DEMSETZ, H. Production, Information Costs and Economic Organization. *American Economic Review*. n.62, p.777-795, 1972.
- ALTMAN, E. I. *Handbook of Corporate Finance*. John Wiley & Sons, New York, 1986, cap.13, p.1-33.
- 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.
- ANG, J. S., BLACKWELL, D. W. & MEGGINSON, W. 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.

BAGWELL, L. S. & SHOVEN, J. B. Cash Distributions to Shareholders. *Journal of Economic Perspectives*. v.3, n.3, p.129-140, 1989.

BAILEY, W. Canada's dual class shares: Further evidence on the market value of cash dividends. *Journal of Finance*. n.43, p.1143-1160, 1988.

BARNEA, A., HAUGEN, R. & SENBET, L. W. *Agency Problems and Financial Contracting*. Englewoods Cliffs, Prentice Hall, 1985.

BERLE, A. A. & MEANS, G. C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. Nova Cultural, São Paulo, 1985.

BHATTACHARYA, S. Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird-in-the-Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*. v.10, p.259-270, 1979.

BLACK, F. & SCHOLES, M. The Effects of Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns. *Journal of Financial Economics*. p.1-22, 1974.

BRADFORD, D. F. The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions. *Journal of Financial Economics*. North-Holland Publishing Company, 15, p.1-22, 1981.

BRASIL. Lei nº 6.404 - Dispõe sobre as Sociedades por Ações,
7 de dezembro de 1976.

_____. Decreto-Lei nº 2.065 de 26 de outubro de 1983.

_____. Lei nº 7.713. 22 de dezembro de 1988.

_____. Lei nº 7.799. 10 de julho de 1989.

_____. Lei nº 7.959. 21 de dezembro de 1989.

_____. Lei nº 8.014. 06 de abril de 1990.

_____. Lei nº 8.314. 27 de dezembro de 1990.

_____. Lei nº 8.383. 30 de dezembro de 1991.

_____. Receita Federal. Instrução Normativa nº 139, de 22 de
dezembro de 1989.

_____. _____. Medida Provisória nº 162, de 15 de março de
1990.

_____. _____. Instrução Normativa nº 18, de 19 de março de
1991.

- BREALEY, R. A. & MYERS, S. C. The Dividend Controversy. In: **Principles of Corporate Finance**. McGraw-Hill, New York, 1988, 3ª ed., p.357-378.
- BRITO, N. O. Tributação e formação de capital de risco. In: **Gestão de Investimentos**. Editora UFRJ-Atlas, São Paulo, 1989, p.43-60.
- _____ & RIETTI, R. Efeito Clientela, Níveis Marginais de Taxação e Eficiência: O Caso de Dividendos no Mercado Acionário Brasileiro. **Revista de Administração**. USP, São Paulo, p.33-46, 1981.
- CHAN, K. K. W., McCOLOUGH, D. W. & SKULLY, M. T. Australian Imputation Tax System and Dividend Reinvestment Plans. **Suffolk University Financial Management Conference**. Boston, USA, p.1-33, 13/12/1992.
- CHANG, O. H. & NICHOLS, D. Tax Incentives and Capital Structures: The Case of the Dividend Reinvestment Plan. **Journal of Accounting Research**. USA, v.30, n.1, p.109-125, 1992.
- COPELAND, T. E. Liquidity Changes Following Stock Splits. **Journal of Finance**. v.34, março, p.115-141, 1979.

CRUTCHLEY, C. E. & HANSEN, R. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*. p.36-45, 1989.

CVM questiona a Copene sobre valor de dividendos. *Gazeta Mercantil*. São Paulo, p.17, 29 de janeiro de 1993.

DENIS, David J. Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance*. v.45, n.5, p.1433-1456, 1990.

EASTERBOOK, F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*. v.74, n.4, p.650-659, 1984.

É Duro Viver de Dividendos. *Gazeta Mercantil*. São Paulo, p.1, 18 janeiro de 1993.

ELTHON, E. & GRUBER, M. Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics*. v.52, p.68-74, 1970.

FAMA, FISHER, JENSEN & ROLL. The Adjustment of Stock Prices to New Information. *International Economic Review*. p. 9-21, 1969.

- FELDSTEIN, M., GREEN, J. & SHESHINSKI, E. Corporate Financial Policy and Taxation in a Growing Economy. **The Quarterly Journal of Economics**. John Wiley & Sons. Inc. p.411-432, August 1979.
- FEENBERG, D. Does the Investment Interest Limitation Explain the Existence of Dividends? **Journal of Financial Economics**. North-Holland Publishing Company, v.9, p.265-269, 1981.
- FISHER, R. A. **The Design of Experiments**. 8^{ed}. Hafner, New York, 1966.
- FRANCIS, J. C. Common Stock Valuation Theory. In: **Investments Analysis and Management**. McGraw-Hill, New York, 1980, 3^a ed., p.264-286.
- GAZETA MERCANTIL. São Paulo, vários números de 1987-1993.
- GITMAN, L. J. Política de Dividendos. In: **Princípios de Administração Financeira**. Editora Harbra Ltda., São Paulo, 1987, 3^a ed., p.543-568.
- GNEDENKO, B. V. **The Theory of Probability**. Moscow, Tr George Yanbouski, 1982.

- GOMES, F. P. **Curso de Estatística Experimental**. 13ªed. Nobel, Piracicaba, 1990.
- GORDON, M. J. Dividends, Earning and Stock Prices. **Review of Economics and Statistics**. v.41, p.99-105, 1961.
- GORDON, M. J. Optimal Investment and Financing Policy. **Journal of Finance**. v.28, n.2, p.264-272, 1963.
- GRAMMATIKOS, T. & YOUROUGOU, P. Markets Expectations of the Effects of the Tax Reform Act of 1986 on Banking Organizations. **Journal of Banking and Finance**. v.14, p.1171-1187, 1990.
- HARRIS, M. & RAVIV, A. Corporate Governance. **Journal of Financial Economics**. v.20, p.203-235, 1988.
- HART, O. An Economist's Perspectives on the Theory of the Firm. **Columbia Law Review**. n.89, p.1757-74, 1989.
- HILL, C. W. L. & SNELL, S. A. Effects of Ownership Structure and Control on Corporate Productivity. **Academy of Management Journal**. v.32, n.1, p.25-46, 1989.
- HOEL, P.G, PNT, S. C., STONE, C. **Introduction to Statistical Theory**. Boston, 1971.

- JAHERA JR, J. S., WILLIAM, P. L. & MODANI, N. K. **Business e Economic Review.** v.17, n.4, 1986.
- JENSEN, M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. **American Economic Review.** v.76, p.323-329, 1986.
- JENSEN, M. & MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics.** v.3, p.305-360, 1976.
- KAZMIER, L. **Estatística Aplicada à Economia e Administração.** McGraw-Hil do Brasil, São Paulo, 1982.
- LAW, W. A. A Corporation is more than its Stock. **Harvard Business Review.** p.80-83, May-June, 1986.
- LEASE, R. C., McCONNEL, J.J. & MIKKELSON, W. H.. The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations. **Journal of Business.** v.57, n.4, p.443-467, 1984.
- LEVY, H. & SARNAT, M. Dividend Policy. In: **Principles of Financial Management.** Prentice-Hall, New Jersey, 1988, p.407-421.

- LINTNER, J. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earning and Taxes. **American Economic Review**. May, 1956.
- LITZENBERGER, R. & RAMASWAMY, K. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices. **Journal of Financial Economics**. North-Holland, v.7, p.163-195, 1979.
- LITZENBERGER, R. & RAMASWAMY, K. The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? **Journal of Finance**. v.37, n.2, p.429-443, 1982.
- LONG, J. B. Jr. The Market Valuation of Cash Dividends. A case to Consider. **Journal of Financial Economics**. North-Holland Publishing Company, v.6, p.235-265, 1978.
- MAGNAVITA, M. Remuneração pouco Atraente. **Revista Abamec**. Rio de Janeiro, v.10, p.10-13, 1991.
- MANN, S. V. & SCHERMAN, N. W. The Agency Costs of Free Cash Flow: Acquisition Activity and Equity Issues. **Journal of Business**. v.64, n.2, p.212-227, 1991.
- MARTINS, E. & ASSAF NETO, A. A. Decisões de Investimento. In: **Administração Financeira. As Finanças das Empresas sob Condições Inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986, p.519-534.

- 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, M. H. & SCHOLES, M.S. Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics*. n.6, p.333-364, 1978.
- MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H. 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.
- MORGAN, I.G. Dividends and Stock Price Behaviour in Canada. *Journal of Bussiness Administration*. p.91-106, 1980.
- NESS Jr., W. L. Preparativos Necessários para a Tributação de Ganhos de Capital Obtidos no Mercado à Vista em Bolsas de Valores. *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, v.16, n.42, p.47-60, 1991.
- PROCIANOY, J. L. & CUNHA, B.T. A Política de Dividendos à Luz da Nova Política Fiscal Brasileira. In: ENCONTRO ANUAL DA ANPAD, 16., 21 A 23 SET. 1992, Canela/RS. ANAIS... Salvador, Ba: Fundação Escola Nacional de Adm. Pública, 1992, v.2, p. 129-139.

- ROSS, S. A. The Determination of Financial Structure: the Incentive Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*. v.8 p.23-40, 1977.
- ROZEFF, M. S., Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. v.5, p.249-259, 1982.
- SAN VICENTE, A. Z. Política de Utilização do Lucro Líquido: Pagamentos de Dividendos x Retenção de Lucros. In: *Administração Financeira*. 2ªed. Atlas, São Paulo, p.99-106, 1983.
- SÃO PAULO. Bolsa de Valores. *Suplemento de Orientação*. São Paulo: vários meses de 1987-1992.
- SCHALL, L. D. & HALEY, C. W. Dividend Policy and Retained Earnings. In: *Introduction to Financial Management*. McGraw-Hill, New York, 1988, 5 ed., p.365-389.
- SINN, H.-W. The Vanishing Harberger Triangle. *Journal of Public Economics*. North-Holland, 45, p.271-300, 1991.
- STERN, J. The Dividend Question, Opinion Column. *Wall Street*. July 15, 1979.

VAN HORNE, J. C. Política de Dividendos e Lucros Retidos. In: **Fundamentos de Administração Financeira**. Prentice-Hall do Brasil, Rio de Janeiro, 1983, 5ª ed., p.323-344.

WALTER, J. E. Dividend Policy: Its Influence on the Value of the Enterprise. **Journal of Finance**. v.18, n.2, p.280-291, 1963.

WESTON, F. J. & COPELAND, T. E. Dividend Policy. In: **Managerial Finance**. CBS College Publishing, New York, 1986, 8ed., p.645-688.

ANEXO A

As figuras abaixo demonstram a regressão linear simples do índice "payout" dos três grupos de empresas estudados do período de 87/88 para 90/91.

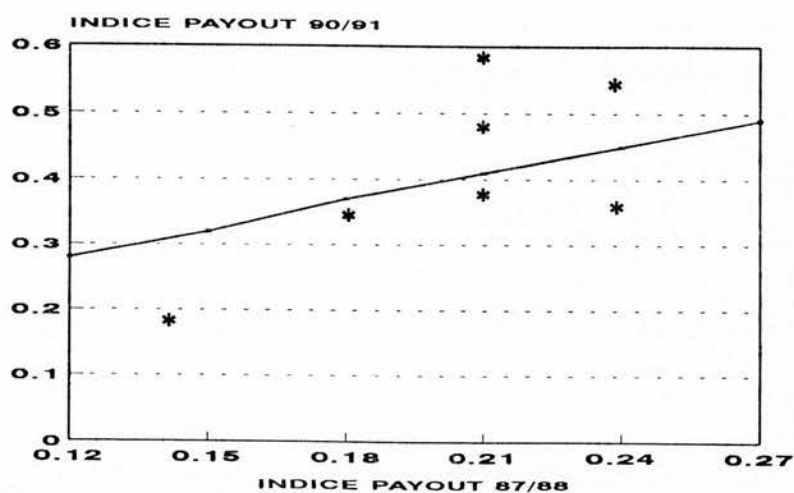


Figura 1 _ Grupo das empresas que aumentou o índice "Payout", período de 87/88 para 90/91.

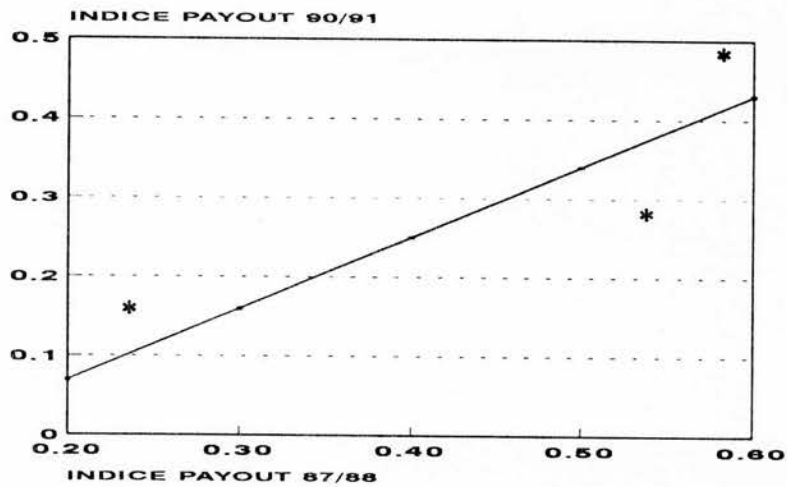


Figura 2 - Grupo das empresas que diminuíu o índice "Payout", período de 87/88 para 90/91.

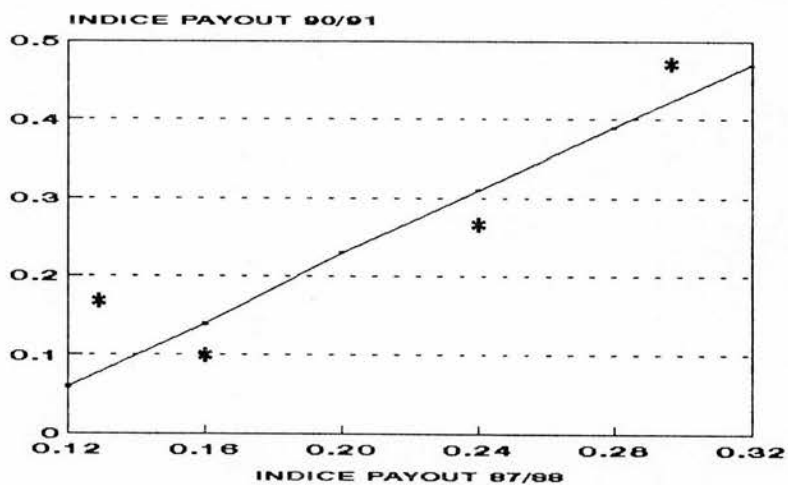


Figura 3 - Grupo das empresas que manteve o índice "Payout", período de 87/88 para 90/91.

APÊNDICE

Na análise estatística não foi possível incorporar na amostra as empresas que tiveram prejuízo e mesmo assim distribuíram dividendos (*payout* inexistente). Por isso, neste apêndice se fez uma análise conceitual, incluindo as 21 empresas anteriormente estudadas.

Apêndice 1 - Índices *payout* das empresas nos anos de 1987, 1988, 1990 e 91.

Empresas\Anos	1987	1988	191990	1991
Alpargatas	0,33	0,73	0,40	
Azevedo	0,44	0,16	0,09	0,85
Baumhardt	0,12	0,15	0,14	0,21
Brahma	0,51	0,56	0,29	0,26
Brasmotor	0,34	0,33	0,25	
Casa Anglo	1,78	1,02	0,67	
Cia. Iguaçu	0,13	0,24		
Cosigua	0,26	0,23		0,27
Grazziotin	0,25	0,23	0,14	0,11
Inepar	0,13	0,14	0,13	0,13
Ipiranga	0,18	0,26	0,32	
Karsten	0,20	0,21	0,29	0,69
Marcopolo	0,17	0,16	0,42	0,23
Met. Gerdau	0,27	0,23	0,34	0,28
Pevê Particip.	0,12	0,20	0,12	0,09
Sadia Conc.	0,18	0,29	0,26	0,27
Sid. Açonorte	0,20	0,24		0,28
Sid. Guaíra	0,20	0,23	0,36	0,26
Sid. Riograndense	0,25	0,23	0,34	0,28
Souza Cruz	0,57	0,61	0,43	0,57
Unipar	0,23	0,19	0,28	1,45

Das 21 empresas, 23,81% (Cia. Iguaçu, Ipiranga, Sadia, Karsten e Unipar) aumentaram o pagamento dos dividendos ao longo do tempo, após a reforma tributária, ou seja, nos exercícios sociais de 1990 e 1991 houve um aumento no pagamento de dividendos. Também 23,81% (Alpargatas, Azevedo, Brasmotor, Casa Anglo e Sadia Concórdia) das empresas

diminuíram seu índice *payout* no ano de 1990 e aumentaram no ano seguinte.

Seis empresas (28,57%) aumentaram a distribuição de dividendos no exercício de 1990 e diminuíram em 1991. Representam esse grupo: Cosigua, Marcopolo, Metalúrgica Gerdau, Siderúrgica Guaíra, Siderúrgica Açonorte e Siderúrgica Riograndense. Isso pode decorrer do fato de não se ter conhecimento do efetivo pagamento do imposto sobre ganhos de capital pelos investidores. Nesse caso, torna-se indiferente para os acionistas a forma pela qual ocorre o retorno de seu capital. Provavelmente essas empresas, no primeiro momento, buscaram diminuir a carga tributária de seus acionistas, entretanto a constatação de que na prática não há diferença tributária entre dividendos e ganhos de capital ocasionou uma queda nos seus índices *payout*.

A empresa Baumhardt (4,76% das 21 empresas pesquisadas) manteve a mesma política de dividendos de 1987 e 1988 para 1990, sendo que em 1991 aumentou o pagamento de dividendos. Já a empresa Inepar manteve a mesma política de 1987 a 1991.

As empresas Brahma, Grazziotin e Souza Cruz (14,29%) diminuíram o pagamento de dividendos nos anos de 1990 e 1991.

Através dessa análise conceitual, pode-se verificar resultados semelhantes aos obtidos na análise estatística. A política de dividendos das empresas não é a mesma para todas as companhias e elas não possuem um índice *payout* constante.

Além disso, pode-se verificar numa análise conceitual das

tendências dos índices, através da regressão linear, que 66% das empresas possuem um índice *payout* crescente.

Porém, apesar da maioria ter aumentando pelo menos em um dos anos (1990 e 1991) seu pagamento de dividendos e apresentar índice *payout* com tendência crescente, não se pode afirmar que esse aumento seja em função das mudanças tributárias. Ele pode ser decorrente do valor informativo ou da recuperação financeira que tem ocorrido nos últimos trimestres.

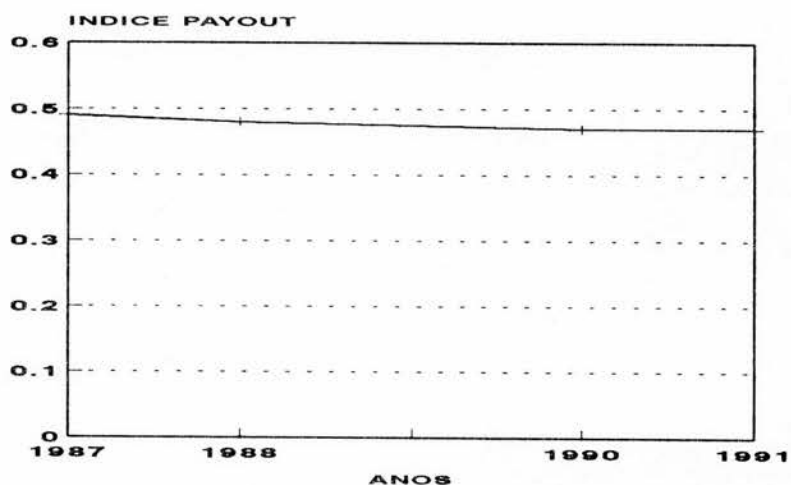


Figura 1 - Regressão Linear do índice "payout" da empresa Alpargatas dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

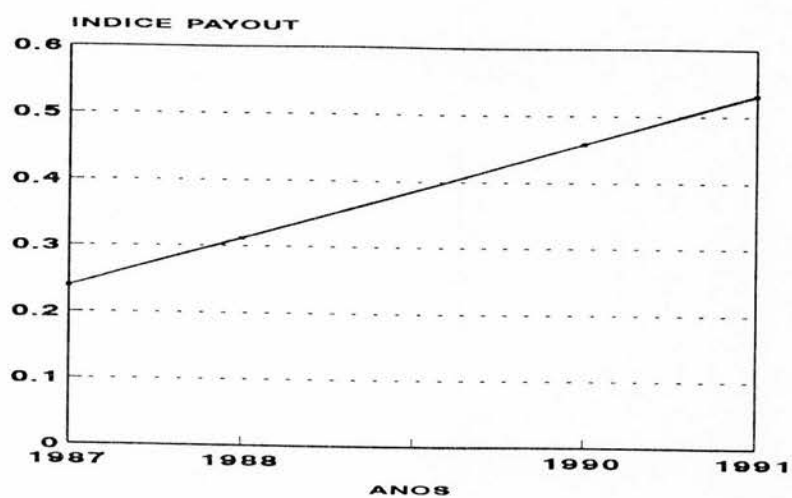


Figura 2 - Regressão Linear do índice "payout" da empresa Azevedo dos exercício sociais de 87, 88, 90 e 91.

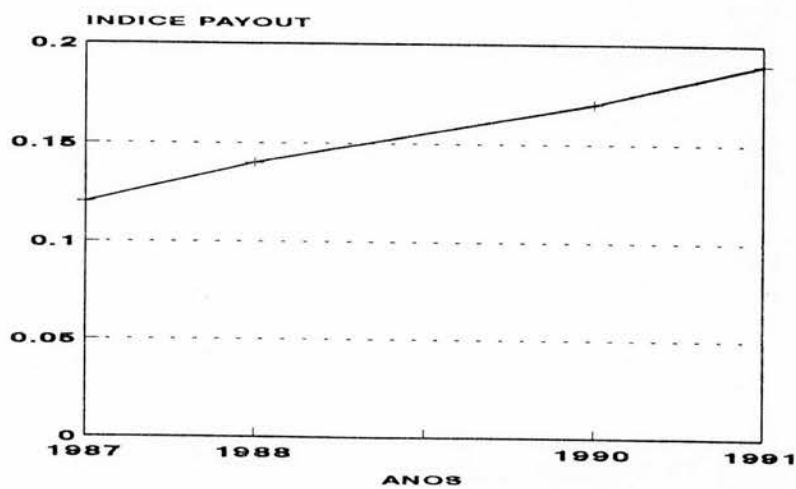


Figura 3 - Regressão Linear do índice "payout" da empresa Baumhardt dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

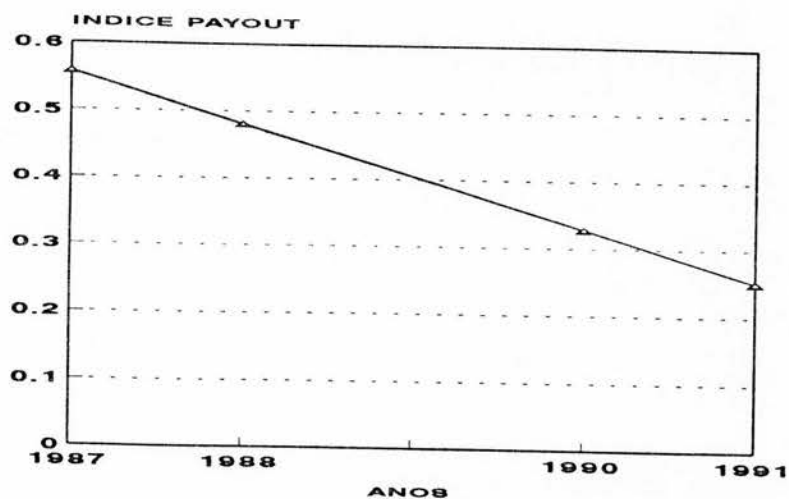


Figura 4 - Regressão Linear do índice "payout" da empresa Brahma dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

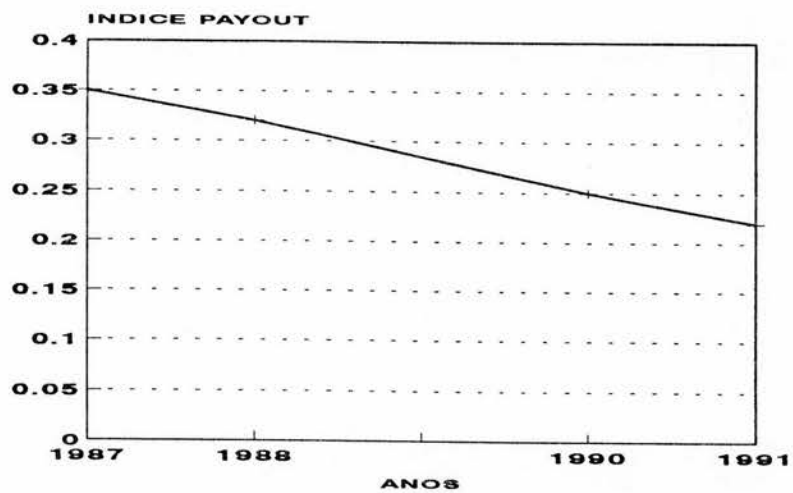


Figura 5 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Brasmotor dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

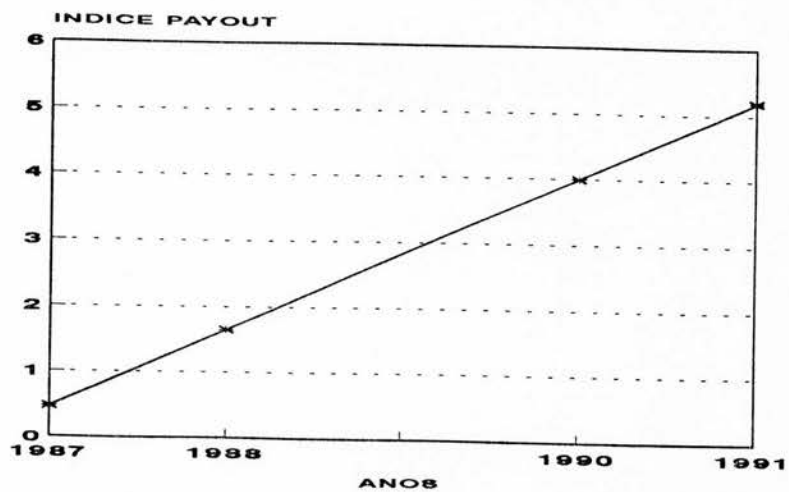


Figura 6 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Casa Anglo dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

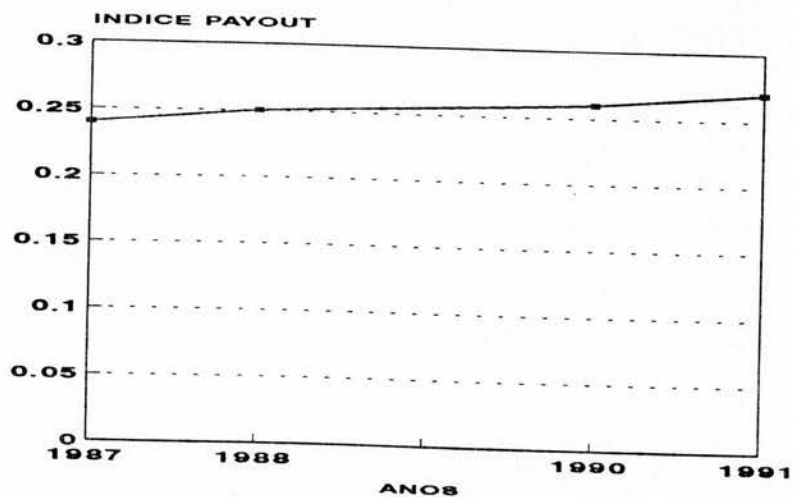


Figura 7 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Cosigua dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

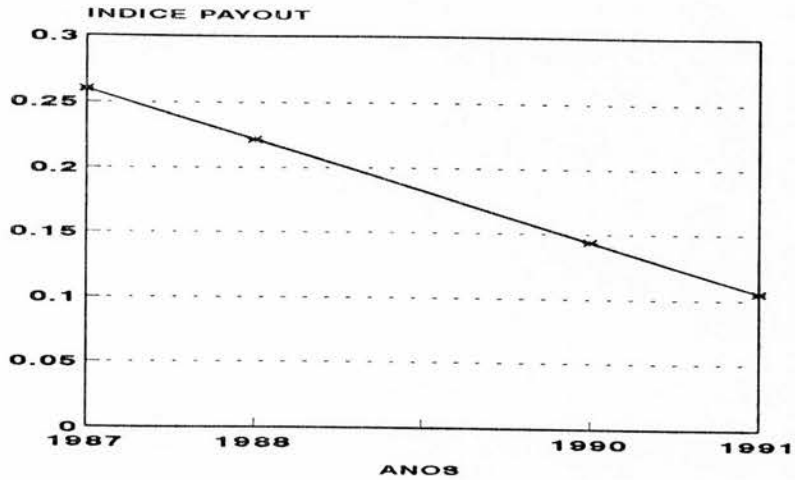


Figura 8 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Grazziotin dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

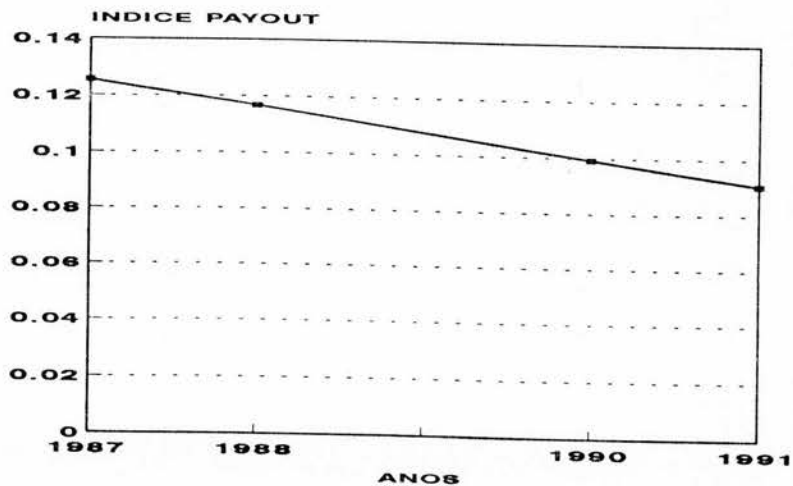


Figura 9 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Inepar dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

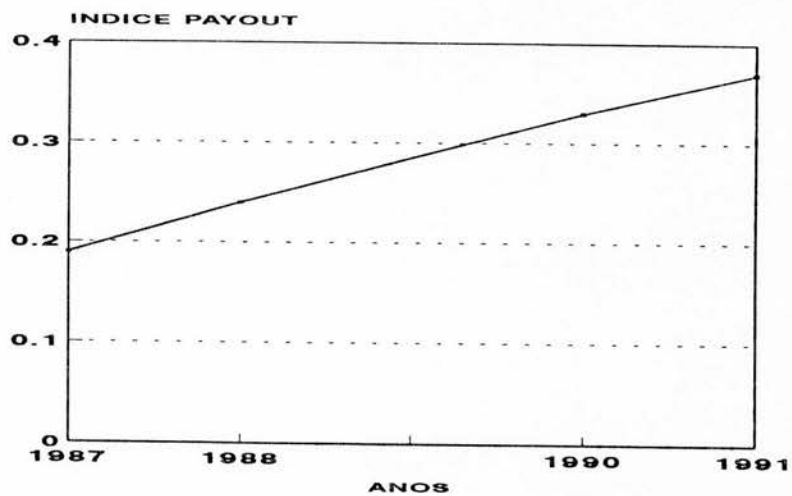


Figura 10 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Ipiranga dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

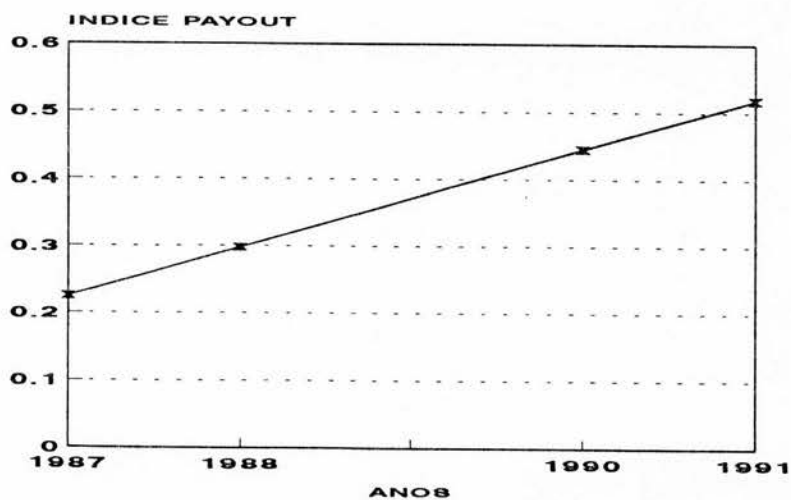


Figura 11 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Karsten dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

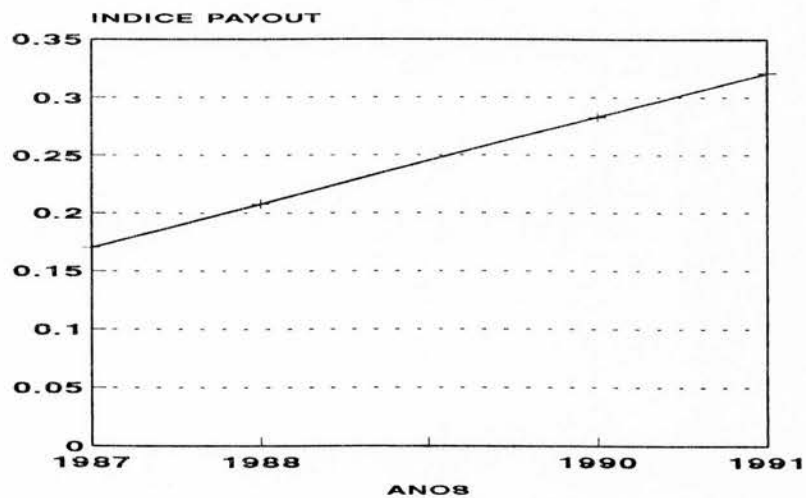


Figura 12 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Marcopolo dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

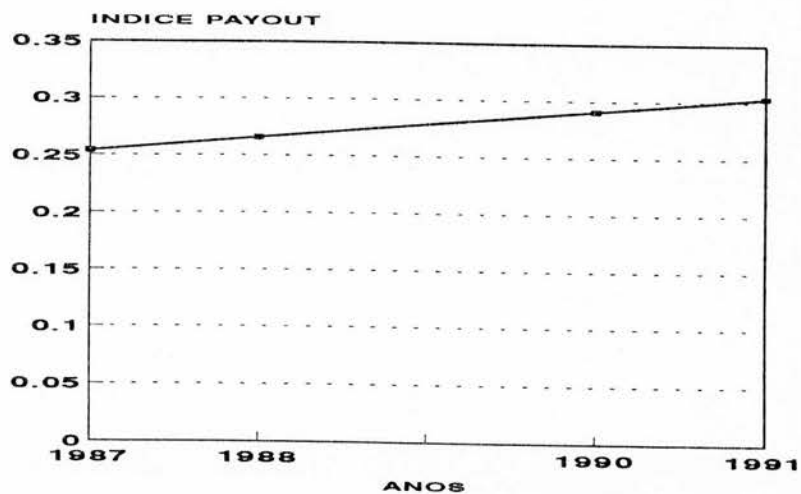


Figura 13 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Met. Gerdau dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

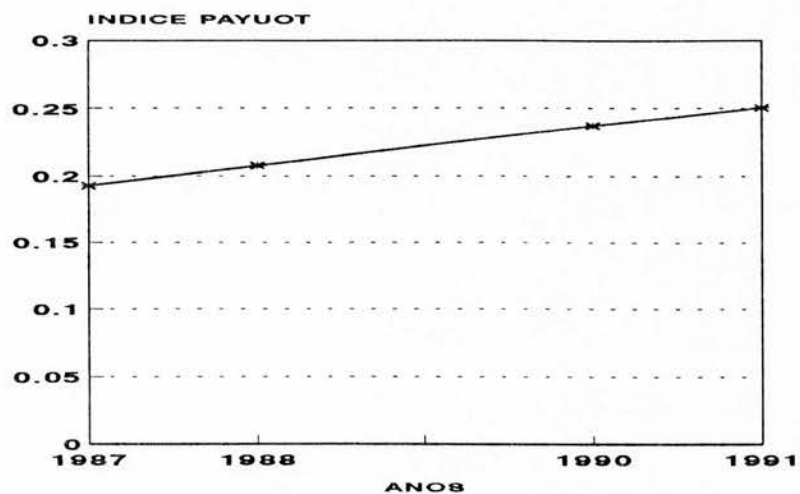


Figura 14 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Pevê Partic. dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

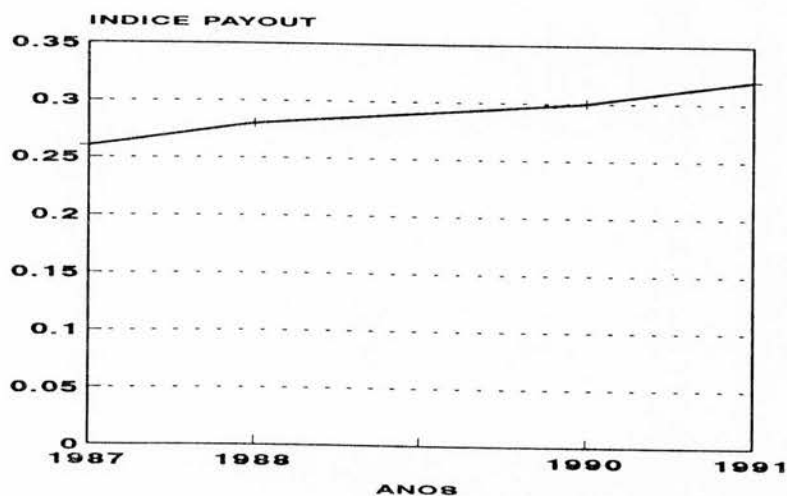


Figura 15 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Sadia Conc. dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

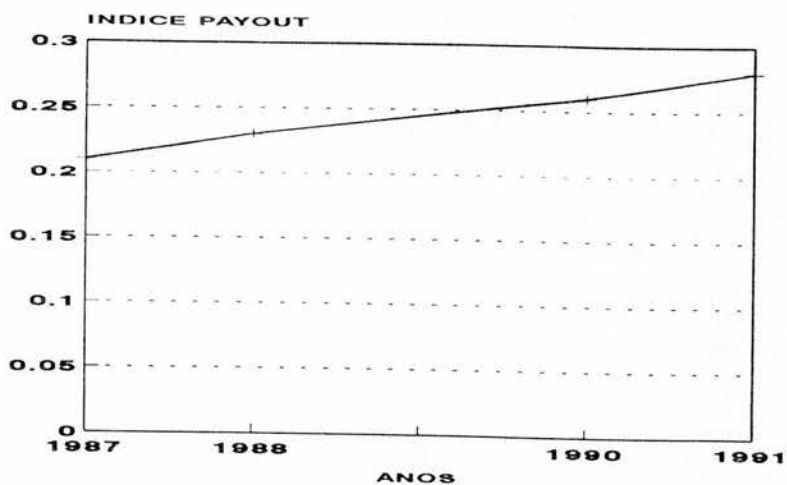


Figura 16 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Sid. Açonorte dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

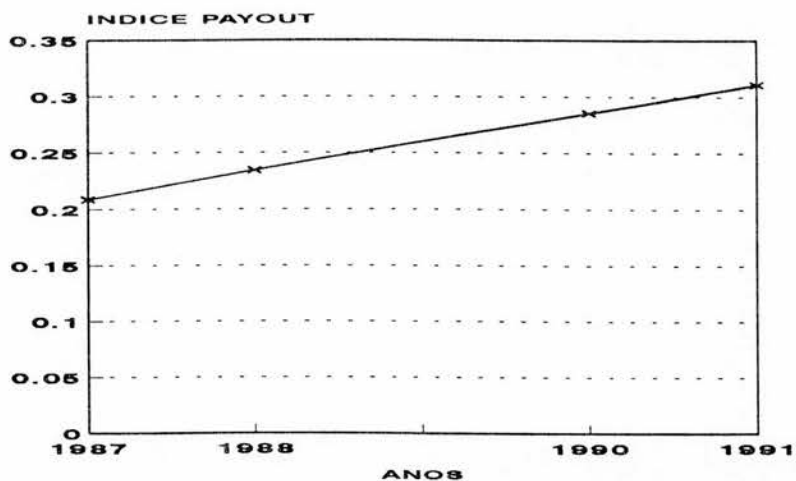


Figura 17 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Sid. Guaíra dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

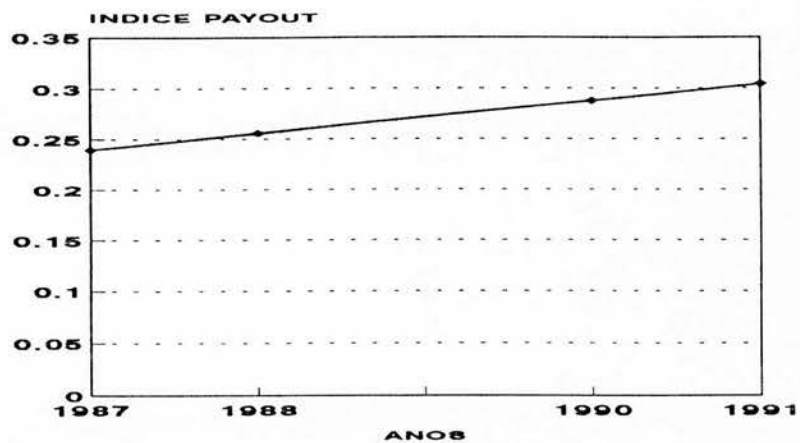


Figura 18 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Sid. Riograndense dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

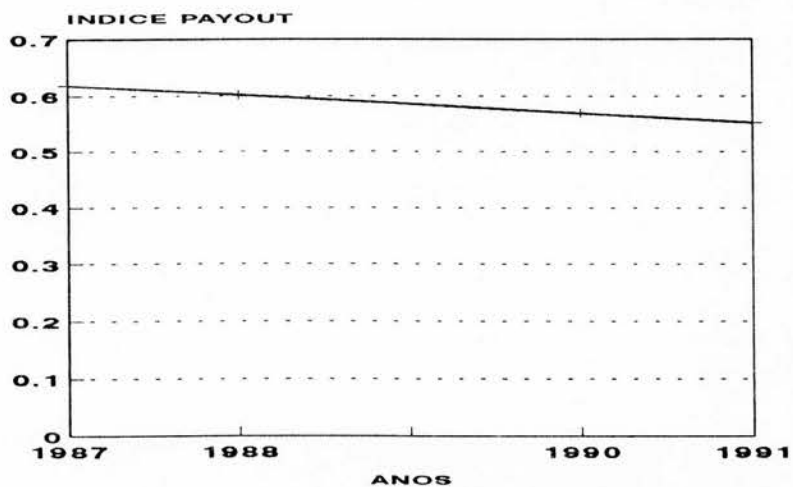


Figura 19 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Souza Cruz dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.

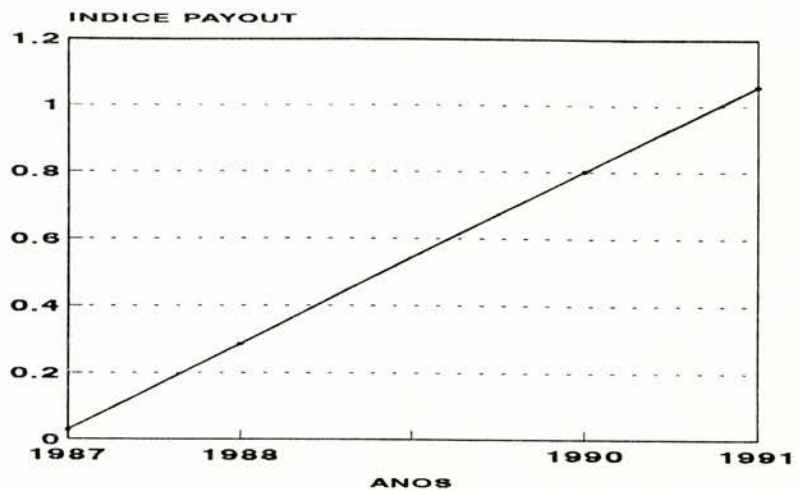


Figura 20 - Regressão linear do índice "payout" da empresa Unipar dos exercícios sociais de 87, 88, 90 e 91.