

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO**

**CONFLITOS DE AGÊNCIA E DISTRIBUIÇÃO DE
RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EVENTOS DE
PAGAMENTOS DE JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR
EMPRESAS BRASILEIRAS**

FERNANDO ANTONIO MARTINS AGUIAR

BELO HORIZONTE
2003

FERNANDO ANTONIO MARTINS AGUIAR

**CONFLITOS DE AGÊNCIA E DISTRIBUIÇÃO DE
RESULTADOS: EVIDÊNCIAS EM EVENTOS DE
PAGAMENTOS DE JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO POR
EMPRESAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração da PUC-Minas, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

ORIENTADOR: Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci

BELO HORIZONTE

2003

AGRADECIMENTOS

Gostaria de deixar registrado meu especial agradecimento ao Prof. Dr. Luiz Alberto Bertucci, pela orientação segura, pelo repasse de conhecimentos em finanças, pela motivação e dedicação ao nosso trabalho, pautado sempre na compreensão, paciência e, acima de tudo, com muito bom humor.

Agradeço também aos meus colegas de turma do mestrado pelo companheirismo e cumplicidade, e ao nosso grupo de trabalho, em ordem alfabética: Antonio Carlos, Emerson, Romeu e também ao Guilherme, sempre muito disponíveis para troca de idéias; em especial, ao Sérgio Pires, com quem partilhei angústia, mas também alegria e descontração.

Agradeço ainda a minha família: esposa, filhos, minha irmã, meu pai e muito carinhosamente à minha mãe, que sempre demonstrou muito carinho e compreensão para comigo, sempre esteve disposta a dar apoio de forma incondicional. Finalmente, agradeço a Deus, por mais esta etapa vencida na minha vida.

RESUMO

Estabelecemos como objetivo para este trabalho aferir a reação dos investidores diante da particularidade da legislação brasileira representada pela instituição do instrumento legal dos juros sobre o capital próprio, como forma alternativa de distribuição de resultados das empresas aos seus acionistas. Nesse sentido, o fator preponderante em nossa pesquisa tratou de analisar a presença de problemas de agência nas relações entre os administradores e os acionistas, uma vez que a adoção desse mecanismo de distribuição, tributado na alíquota de 15%, poderia minimizar a parcela obrigatória de dividendos, isento de tributação. Conduzimos nossa pesquisa com base no método de *Estudos de Eventos*, por meio do qual levantamos retornos anormais, o que nos permitiu quantificar os impactos desses retornos, decisão de distribuir resultados pela via dos juros sobre capital próprio. A seleção de nossa amostra se deu via observação das empresas que se utilizaram desse mecanismo pela primeira vez. As evidências encontradas nos permitiram concluir que, em especial, para os acionistas preferenciais, os eventos de pagamentos de juros sobre o capital próprio não são interpretados com uma atitude contrária aos seus interesses. Encontramos a evidência intrigante de que, na presença de investidores institucionais, maiores interessados na boa performance das empresas, os volumes pagos a título de juros sobre o capital próprio aumentam. Por fim, encontramos evidências de que, para as ações preferenciais, os montantes pagos a título de juros sobre o capital próprio guardam uma relação direta com a concentração de propriedade e de que esta relação é inversa no caso das ações ordinárias, mostra que acionistas posicionados neste tipo de papel estão mais preocupados com as questões de controle e com ganhos de longo prazo.

ABSTRACT

As the main objective set for this work we measure the investors' reaction to the Brazilian legislation on interest of equity, as an alternative way our companies have to distribute its results to their shareholders. In this sense, we take into account the possibility of agency problems between managers and shareholders, as such a distribution is currently taxed at 15%, besides reducing the amount of the mandatory dividends that must be paid to the minority investor, which is tax exempted. We conducted our work based on the methodology of "Events Studies", looking into abnormal returns which allowed us to measure the impacts of the decision of distributing results through interest of equity. Our sample was composed by Brazilian companies that took this decision for the first time, and we found evidences that allowed us to conclude that shareholders with preferred stocks do not consider the cash paid as interest of equity contrary to their interests. Furthermore, we determined that the presence of Institutional Investors leads to increased volume of cash paid as interest of equity on preferred stocks. This is part of the mayor fact that the volume of interest of equity paid is directly related to equity concentration. Finally, we could not determine any pattern related to the common stocks, which is a weak evidence that the common shareholders are oriented to controlling matters as well as to long term capital gains.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 Aspectos iniciais	13
1.2 Problemática	15
1.3 Justificativa	17
1.4 Objetivos	19
1.4.1 Objetivo geral	19
1.4.2 Objetivos específicos	19
2 REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO	21
2.1 Aspectos iniciais	22
2.2 Evolução da teoria da informação assimétrica	27
2.2.1 Políticas de dividendos sob informação assimétrica – O modelo de Miller e Rock	32
2.2.2 Problemas de agência e política de dividendos	37
2.3 Políticas de dividendos – Breve resumo	46
2.3.1 Abordagens clássicas da política de dividendos	48
2.3.1.1 Teoria da irrelevância da política de dividendos	50
2.3.1.2 Teoria residual	52
2.3.2 Abordagens sobre as imperfeições do mercado	52
2.3.2.1 Modelos de sinalização de dividendos	53
2.3.2.2 Efeitos dos custos de transação e impostos na política de dividendos	58
2.3.2.3 Efeito clientela sobre dividendos	60
2.4 Formas de distribuição de resultados aos acionistas	61
2.5 Dividendos no contexto brasileiro	65
2.5.1 Dividendo obrigatório	65
2.5.2 Tributação sobre dividendos no Brasil – Breve cronologia	66
2.5.3 Os juros sobre o capital próprio	69
2.5.3.1 Contabilização dos juros sobre capital próprio	71
2.6 Conclusão do referencial bibliográfico	72
3 METODOLOGIA DE PESQUISA	74
3.1 Aspectos iniciais	75

3.2 Delineamento da pesquisa	76
3.3 Estudo de ventos	77
3.3.1 Etapas do estudo de eventos	78
3.4 Análise de regressão múltipla	83
3.4.1 Elementos essenciais da análise de regressão	85
3.5 Origem e tratamento dos dados	88
 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	90
4.1 Aspectos iniciais	91
4.2 Testes sobre retornos anormais	94
4.3 Testes sobre regressões lineares	101
4.3.1 Teste das hipóteses	104
 5 CONCLUSÕES	113
5.1 Aspectos gerais	114
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	117

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Dados das empresas selecionadas	93
--	----

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Retornos anormais, no dia "t+1", das ações das empresas	96
TABELA 2 - Sumário das reações dos investidores ao pagamento de juros sobre o capital próprio	97
TABELA 3 - Sumário das estatísticas sobre retornos em "t+1"	98
TABELA 4 - Estatísticas de retorno acumulado médio das empresas da amostra	100
TABELA 5 - Montante de juros pagos, concentração de propriedade e presença de investidores institucionais	102
TABELA 6 - Concentração de propriedade e presença de investidores institucionais	103
TABELA 7 - Retornos anormais e montante de juros pagos	105
TABELA 8 - Retornos anormais e montante de juros pagos a ações preferenciais	106
TABELA 9 - Retornos anormais e montante de juros pagos a ações ordinárias	106
TABELA 10 - Graus de certeza sobre coeficientes angulares das regressões de retornos anormais contra concentração de propriedade	108
TABELA 11 - Montante de juros pagos e presença de investidores institucionais	109
TABELA 12 - Montante de juros pagos a ações PN e presença de investidores institucionais	109
TABELA 13 - Graus de certeza sobre coeficientes angulares das regressões de montantes pagos contra concentração acionária	111

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AGE	Assembléia Geral Extraordinária da Companhia
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBOVESPA	Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
ILL	Imposto sobre Lucro Líquido
LAFIS	Latin American Financial Information System
RCA	Reunião do Conselho de Acionistas
SRF	Secretaria da Receita Federal
TJPL	Taxa de Juros de Longo Prazo
VPL	Valor Presente Líquido

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1.1 Aspectos iniciais

Em sua lógica de racionalidade restrita, a administração financeira parte do pressuposto de que o principal objetivo das empresas é a geração de utilidade a seus acionistas. Entretanto, tal ponto de vista é contestado por Damodaran (2002), para quem a aceitação de pressuposto não considera que, assim como o acionista busca maximizar utilidade, da mesma forma agem os administradores, agentes dos acionistas no que se pode chamar de *aventura corporativa*.

Esse contorno deve delinear todas as decisões financeiras, não só as decisões por investimento e financiamento, como também aquelas por distribuição de resultados. Uma visão mais tradicional é a de que, no que tange à dimensão de investimento da empresa, os administradores devem avaliar as alternativas de aplicação dos recursos, utilizando técnicas disponíveis, buscando a estrutura ideal de ativos e considerando os níveis de riscos envolvidos. No que se refere à dimensão de financiamento da empresa, cabe aos administradores a definição de onde se devem buscar recursos para patrocinar a aventura corporativa, com vistas à maximização do valor da empresa. Uma última incumbência dos administradores, ainda nessa visão tradicional, é a de dar destinação aos lucros gerados nessa aventura, seja por meio da devolução dos recursos gerados aos seus proprietários, seja via reinvestimento em novos projetos da empresa. Nessa mesma linha de raciocínio tradicional, dizemos que o sucesso de tal aventura empresarial está ligado à combinação dessas decisões de forma mais acertada.

Entretanto, ao considerarmos o pressuposto alternativo do administrador como um agente maximizador de utilidade, nossas abordagens tomam uma outra direção. Esta idéia está motivada pelo fato de que apenas maximizar o valor da empresa é insuficiente para explicar as atitudes dos administradores das corporações. O comportamento dos administradores é bastante similar ao comportamento de imperfeição, verificado no mercado. Nesse ambiente de assimetria informacional, surgem problemas de agência que explicam, em parte, as razões pelas quais os investidores externos se tornam vítimas dos acionistas que, por sua vez, controlam os ativos das empresas e têm, segundo Black (1976), o irracional gosto pelos

dividendos.

Neste trabalho, vamos analisar os aspectos concernentes à dimensão de distribuição de resultados aos acionistas, visto sob a ótica do custo de agência. Para tanto, utilizaremos o aspecto inovador no campo da distribuição de resultados de empresas de capital, trazido para o cenário econômico por meio da figura dos juros sobre o capital próprio, representando um papel importante para a dimensão financeira das empresas, na medida em que motivam o financiamento das empresas com capital dos acionistas. Essa inovação foi possível em decorrência da publicação da Lei n. 9.249/95, em conjunto com a instrução normativa da Secretaria da Receita Federal – SRF – n. 11 e deliberação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM – n. 207. Por esse meio legal, os acionistas, que já eram remunerados sobre suas parcelas do capital social das empresas pela via dos dividendos, podem receber um pagamento adicional a título de juros sobre as contas do patrimônio líquido.

Vale ressaltar os comentários recorrentes dos profissionais da área contábil de que tal procedimento foi estabelecido visando fundamentalmente minimizar os efeitos da revogação da correção monetária do balanço, além de poder beneficiar as companhias com uma parcela de dividendo dedutível para fins de apuração do imposto de renda. Entretanto, fica clara a característica complementar dos dividendos a partir dessa prerrogativa, no sentido de remunerar os acionistas. Apesar de eles não terem perdido seus direitos com relação ao recebimento de dividendos, expresso no artigo n. 202 da Lei n. 6.404/76, fica óbvio que uma parcela considerável desse direito fica neutralizada com a adoção do pagamento dos juros sobre capital próprio e que a concessão plena do dividendo mínimo (25% do lucro líquido do exercício, em caso de omissão do estatuto social) depende da decisão discricionária por parte da alta administração da empresa concedente.

Se atentarmos para os aspectos de complementaridade dos juros sobre o capital próprio e dividendo, é possível perceber que tais pagamentos não guardam relação direta com a performance do período ao qual os juros são pagos. Como esses juros

podem ser deduzidos das reservas de lucros acumulados ao longo da história da

empresa, eles podem ser relativos a qualquer período prévio. Uma outra peculiaridade é que os juros podem ser registrados como despesas, implicando um aumento das mesmas e, consequentemente, menores lucros e menores necessidades de pagamento de dividendos.

Enfim, nosso trabalho se desenvolve nesse contexto de conflito entre administradores e acionistas, que nasce do aproveitamento pelas empresas da prerrogativa do pagamento de juros sobre o capital próprio, o qual julgamos ser um forte benefício para a empresa e nem tanto para os acionistas, caracterizando-se aí um custo de agência.

1.2 Problemática

Há mais de quatro décadas, as questões relacionadas com dividendos vêm sendo estudadas e, até o presente momento, não se tem uma definição conclusiva sobre o tema, apesar de incontáveis trabalhos de pesquisa, muitos deles baseados em modelos teóricos conflitantes. A moderna teoria de finanças inicia-se com o artigo clássico de Modigliani e Miller (1958) que diz respeito à distribuição dos ganhos obtidos pelas empresas e a correlação guardada com o valor das mesmas. De uma forma geral, a questão passa pelo aspecto das preferências dos investidores entre receber quantias em dinheiro das empresas ou reinvestir tais valores em projetos que possam aumentar o valor de suas ações. Isso se resume em saber as razões pelas quais as pessoas revelam suas preferências por receber dinheiro pelo pagamento de dividendos, em vez de optarem por apurar ganho via aumento do valor das ações da empresa.

Fisher Black foi um dos mais instigantes estudiosos do tema de distribuição de resultados. Em seu trabalho publicado em 1976, o autor não percebia razões nítidas pelas quais os dividendos devessem ser distribuídos aos acionistas, considerando que as motivações deveriam vir dos próprios acionistas, que estabeleceriam suas próprias políticas de dividendos, comprando ou vendendo suas ações. Uma das razões levantadas pelo autor sugere que o pagamento de dividendos é uma forma de encorajar outros investidores a comprarem suas ações. Quanto à preferência dos

investidores pelos dividendos, o autor insinua que eles representam um retorno para o investidor que se arriscou numa aventura com a empresa.

Ainda sobre preferências dos investidores, Grinblatt e Titman (1998) ressaltam a diferença de percepção entre acadêmicos e executivos. Para alguns acadêmicos, uma política de dividendos não precisa necessariamente estar relacionada com as decisões de investimento, nem tampouco com a decisão de financiamento. Já para a maioria dos executivos, qualquer análise sobre política de dividendos de uma empresa deve basear-se nas decisões de investimentos e na constante escolha da estrutura de capital. Para executivos, esse assunto é de vital importância no curso de vida de suas empresas, no sentido de garantir níveis de investimentos necessários aos propósitos de crescimento e sustentação no médio e longo prazo. Para Grinblatt e Titman (1998), se considerarmos um cenário no qual as escolhas por investimentos e as taxas de alavancagem são constantes, a única alternativa plausível para pagarem dividendos é a empresa usar os lucros disponíveis para a recompra de ações.

É bem verdade que os acadêmicos não negaram a importância e a necessidade de reinvestimento dos lucros das empresas na busca de crescimento, sustentação e perenidade. O que está em questão é o grau de importância dado por cada um, para que tais recursos garantam esses objetivos. Em outros termos, a dúvida está em buscar a medida em que os recursos poderiam ser usados internamente e ainda serem repassados aos acionistas. O fato é que, como em todas as atividades econômicas, ficamos diante de um *quebra-cabeça* no qual as peças devem se encaixar levando em consideração as dimensões de risco e retorno. Sendo a retenção de lucros, um menor custo de captação de recursos, a fonte mais adequada e acessível para patrocinar os projetos de investimentos, temos que levar em consideração opções mais conservadoras de alguns administradores e as opções mais agressivas de outros.

A questão da distribuição de resultados das empresas encontra um ponto assaz interessante em Miller e Rock (1985), os quais tratam dos sinais que as mesmas

conduzem ao mercado. Para esses autores, a concessão de dividendos serve para sinalizar ao mercado a capacidade de geração de caixa ou de resultados por parte das empresas. Dessa forma, conceder dividendos significa afirmar que a geração de caixa da empresa é suficientemente grande para garantir o crescimento da empresa e, ainda, distribuir resultados. Mais que isso, o fato de distribuir dividendos não significa abrir mão de determinada parcela de recursos de seus acionistas.

Além de todas as questões acima levantadas, quando consideramos a nova figura jurídica no cenário brasileiro, representada pela remuneração dos acionistas pela via do pagamento de juros sobre o capital próprio, o *quebra-cabeças* dos dividendos fica ainda mais complicado. Não bastassem as controvertidas questões da dimensão financeira relativa às decisões por uma política de dividendos, peculiaridades como essa de dois mecanismos distributivos de recursos das empresas – dividendos e juros sobre o capital próprio – faz surgir novos questionamentos a exigir respostas para questões que, se não presentes na literatura estrangeira, são de importância vital para as empresas brasileiras.

1.3 Justificativa

A estabilidade da moeda brasileira trouxe grande alento para nossas empresas, permitindo que as mesmas pudessem utilizar maiores parcelas de capital de terceiros para financiamento de seus ativos. No entanto, em que pesem as oportunidades de investimento disponíveis, as empresas brasileiras continuam revelando ritmo de crescimento não expressivo. Excluindo-se os fatores externos, sobre os quais não se tem maior controle, deparamo-nos com alguns aspectos da realidade brasileira dos quais destacamos a falta de poupança interna capaz de patrocinar os investimentos internos necessários e, também, os riscos econômicos, que se traduzem em custos financeiros mais altos para nossas empresas.

A instituição legal dos juros sobre o capital próprio veio compensar perdas corporativas pela abolição da correção monetária dos balanços, fato esse que, em si, veio representar um fator redutor da capacidade de geração de resultados pelas empresas. Assim é que mecanismos tributários, como os juros sobre o capital

próprio, que implicassem numa redução de imposto de renda serviriam como compensação de tal perda.

Embora esse mecanismo de remuneração do capital próprio possa ser considerado sem sentido por muitos acadêmicos, na perspectiva dos investidores – os quais já estariam sendo remunerados pelos retornos gerados pelos dividendos – parece representar um incentivo à elevação da participação do capital próprio na estrutura de capital das empresas. Como consequência do exposto, poderíamos esperar que houvesse uma expressiva redução de recursos onerosos na estrutura de capital das empresas brasileiras e, por conseguinte, nos níveis de risco das mesmas, culturalmente avessas ao endividamento e ao risco.

Parece-nos que a instituição dos juros sobre o capital próprio seria uma alternativa criada pelo governo para uma demanda crescente da economia por fontes de recursos que reduzissem a necessidade de financiamento com recursos onerosos de terceiros, estimulando a utilização de capital próprio dentro da estrutura de capital das empresas. Contudo, não podemos deixar de ressaltar que esse procedimento representa, ainda, uma redução nos níveis de dividendos que, até então, deveriam ser pagos a título de dividendo.

Acreditamos que nosso trabalho possa contribuir para trazer à tona alguns comportamentos do mercado diante desse novo instrumento financeiro disponibilizado às empresas brasileiras, revelando se tal mecanismo traz consigo algum valor para as empresas ou se situa apenas como um instrumento de complementaridade dos dividendos.

1.4 Objetivos

Diante da problemática exposta e, em particular, no que se refere ao sugerido incentivo propiciado pela absorção de maiores parcelas de capital próprio no contexto do financiamento de empresas nacionais, nossos objetivos estão claramente delineados.

1.4.1 Objetivo geral

Aferir a reação dos investidores face à introdução do instituto legal dos juros sobre o capital próprio, como forma de distribuição de resultados de empresas brasileiras.

1.4.2 Objetivos específicos

- ✓ levantar os preços de mercado e os retornos das empresas que tenham utilizado a prerrogativa do pagamento de juros sobre o capital próprio, no período ao redor das datas de reuniões de acionistas que deliberaram sobre tais pagamentos;
- ✓ determinar percepções de diferentes classes de investidores acerca do evento da distribuição de resultados pela via do pagamento de juros sobre o capital próprio;
- ✓ aferir a reação dos acionistas quanto à distribuição de resultados em vista da presença de investidores institucionais.

Em atendimento ao alcance dos objetivos geral e específicos, relacionados acima, trabalharemos em termos das hipóteses abaixo:

1. os investidores consideram o pagamento de juros sobre capital próprio como um custo de agência;
2. a presença de investidores institucionais conduz à ampliação de montantes pagos em forma de juros sobre o capital próprio;
3. os montantes pagos a título de juros sobre o capital próprio têm relação direta com a concentração de propriedade das empresas.

Este trabalho está estruturado em cinco capítulos, assim distribuídos: uma breve introdução acompanhada da problemática e justificativa, além dos objetivos do trabalho. O segundo capítulo trata do referencial teórico, trazendo uma rápida

descrição sobre estrutura de capital, a qual serve como pano de fundo para o desenvolvimento teórico acerca das decisões de dividendos. Descreve, o terceiro capítulo, a metodologia de pesquisa, ao passo que a apresentação dos resultados é feita no quarto capítulo. Por fim, nossas conclusões e considerações são reveladas no quinto capítulo.

CAPÍTULO 2
REFERENCIAL BIBLIOGRÁFICO

2.1 Aspectos Iniciais

Para a teoria de finanças, a publicação, em 1958, do trabalho “*The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*”, de Modigliani e Miller (MM), foi um divisor de águas e, ainda hoje, se mantém como marco teórico fundamental, com seu pressuposto de independência entre as decisões de investimento, financiamento e de dividendos pelas empresas. As críticas, entretanto, aparecem quando outros autores pressupõem um ambiente de imperfeição de mercado no qual, em especial, as informações internas das empresas são passadas ao mercado no contexto de uma percepção de assimetria entre os conhecimentos detidos pelos públicos interno e externo às organizações. Nesse contexto, as postulações de MM sobre a interdependência das decisões das empresas têm sido reavaliadas, considerando as imperfeições dos mercados de capitais, tais como as provocadas pela assimetria informacional na posse de informações privadas, as quais estão disponíveis aos gerentes das empresas, acerca dos projetos internos de investimento e da situação financeira.

Os gerentes, conhecendo a rotina operacional das empresas, podem projetar o seu fluxo de caixa contando com razoáveis informações sobre os futuros resultados das empresas, além de terem conhecimento de informações sobre os projetos de investimento. Ligados ao dia-a-dia das empresas, os gerentes detêm informações de que o mercado, de maneira geral, não dispõe. Daí, a expressão *assimetria de Informação* que quer refletir os diferentes níveis de informações sobre uma determinada empresa, conhecidos, de um lado, pelos gerentes, e de outro lado, pelos demais agentes do mercado.

Consistentemente com o enunciado acima, nesse ambiente de domínio de informação privilegiada é que se forma a estrutura de capital das empresas, ou seja, distante do nível de informações disponíveis ao mercado em geral (credores, acionistas atuais e potenciais). Nesse contexto, são tomadas as decisões de financiamento de novos projetos de investimento, bem como se estrutura o financiamento da empresa, entre capitais próprios e de terceiros. Como nos lembram

Grinblat e Titman (1998), tais decisões são do interesse de todos os *stakeholders* – preocupados com os negócios da empresa – ao passo que Jensen e Meckling (1976) e Jensen (1986) abordam o caráter disciplinador do endividamento, incluindo o medo do fracasso por parte dos gerentes, que são obrigados a envidar seus esforços num melhor gerenciamento da empresa. Assim, podemos inferir que o endividamento motivaria a redução do conflito de interesses entre acionistas e gerentes, enquanto a queda no preço das ações de empresas, quando de emissões de ações, seria causada por aquela percepção de posse assimétrica de informações entre os agentes internos e externos às organizações.

Outras contestações às postulações de Modigliani e Miller surgem a partir das discussões a respeito da vantagem tributária advinda da dedutibilidade dos juros pagos sobre os empréstimos. Como os juros da dívida do capital de terceiros são dedutíveis da base de cálculo do imposto de renda, o fluxo de caixa das empresas alavancadas com recursos de terceiros deve ser sempre maior quando comparado com o de outras que não aproveitam a mesma vantagem. Isso as leva a buscar financiamento via endividamento com capital de terceiros, em detrimento da utilização de capital próprio. Como dissemos, tal vantagem surge quando a empresa utiliza capital de terceiros, pois a dedução das despesas financeiras no cálculo do imposto de renda faz com que a mesma pague menos imposto, o que proporciona a possibilidade de maiores volumes de dividendos para os acionistas. Sob a ótica do investidor, a empresa mais alavancada financeiramente tende a ser mais rentável do que outra menos endividada, desde que observado um nível ótimo de alavancagem.

Mas, enfim, diante da postulação de independência entre as decisões financeiras, caberia o questionamento formulado por Myers (1984): por que as empresas não se afundam em dívidas, com vista a liberar mais recursos para os acionistas pela via dos dividendos?

A teoria das trocas relaciona-se exatamente com os custos adicionais *versus* benefícios do endividamento, quando as empresas alteram suas estruturas de capital, ou seja, quando alteram seu indicador de endividamento. Um maior nível de

endividamento pode elevar a expectativa de ganhos da empresa, mas também eleva substancialmente seu risco, fazendo com que seus financiadores exijam taxas de juros diferenciadas para cobrir possíveis riscos de uma inadimplência futura, ou mesmo, se neguem a emprestar recursos adicionais. Esse prêmio de risco de falência está diretamente relacionado com o nível de alavancagem financeira da empresa, que é a relação entre o capital de terceiro e o capital próprio.

Não fosse assim, faria todo sentido a argumentação de Myers (1984) de que, não havendo custos de falência, seria impossível explicar o porquê de as empresas não se endividarem. Outra colocação intrigante é feita por Weston e Brigham (2000) a de que o *tradeoff* não se aplica a empresas que geram quantias volumosas de caixa, tais como a *Apple* e *Microsoft*, as quais encontrariam financiadores extremamente interessados em emprestar-lhes dinheiro, o que permitiria reduzir seus custos de capital de forma acentuada.

Pesquisas empíricas conduzidas por Marsh (1982), Bradley, Jarrel e Kim (1984), Long e Malitz (1986) e Titman e Wessels (1988), levantaram evidências que sustentam as premissas da teoria das trocas, relacionando os benefícios tributários e os custos de falência associados. Dentre os trabalhos em linha com a teoria das trocas, o estudo de Jensen e Meckling (1976) sustenta a hipótese positiva do impacto da estrutura de capital sobre o valor da empresa. A estrutura ótima de capital será aquela que promova o balanceamento entre os custos de agência do capital de terceiros *versus* custos de agência do capital próprio, sem levar em conta qualquer referência das vantagens tributárias advindas da dedutibilidade das despesas com os juros sobre o imposto de renda das pessoas jurídicas.

Uma forte implicação do balanceamento dos custos de agência seria de que uma grande participação no capital acionário por parte dos gerentes – que buscam maximizar suas próprias riquezas –, e os acionistas externos – que buscam maximizar o valor das suas ações, – levaria à redução de níveis de conflitos entre eles. Dessa forma, um crescimento no volume de ações da empresa, concomitante a uma redução na participação acionária dos gerentes, produziria uma queda no valor

das ações. De forma contrária, aumentando o endividamento, o mercado veria de forma positiva essa informação, entendendo que a empresa aumentaria sua capacidade de obtenção de vantagens fiscais e, portanto, ampliando possibilidades de uma concessão maior de dividendos aos acionistas.

Contrapondo-se às postulações da Teoria das Trocas, Myers (1984) pontua:

The static tradeoff story works to some extent, but it seems to have an unacceptably low R². Actual debt ratios vary widely cross apparently similar firms. Either firms take extended excursions from their targets, or the targets themselves depend on factors not yet recognized or understood.¹

Tal declaração nos leva a deduzir que não basta comparar benefícios tributários advindos da dedutibilidade da taxa de juros e dos custos de falência para explicar como se estabelecem as estruturas de capital de empresas. Parece haver uma hierarquia de preferência das fontes de financiamento das empresas, implicando uma reação do mercado quando de emissões de ações sob assimetria informacional.

Donaldson (1961) analisou grandes corporações americanas, concluindo que os gerentes favorecem a geração interna de recursos como fonte de financiamentos de investimentos das empresas. De acordo com os resultados de sua pesquisa, os gerentes tendem a financiar inicialmente os novos projetos de investimentos com a retenção de lucros. Exaurida essa via, recorrem ao endividamento e, apenas em último caso, apelam para a emissão de ações. Aliás, o nome *pecking order* nasce nesse trabalho e se relaciona com a idéia de uma ordem hierárquica de fontes de financiamento.

Enquanto na teoria das trocas fica evidenciada a emissão de ações para se enfrentar dificuldades de fluxo de caixa, pela *pecking order* os gerentes dificilmente

¹ "A história da teoria estática das trocas funciona até um certo ponto, mas parece mostrar coeficientes de determinação inaceitavelmente baixos, com índices reais de endividamento variando fortemente entre empresas aparentemente similares. De duas uma: ou as empresas se afastam fortemente de seus alvos, ou os alvos em si dependem de fatores que ainda não foram reconhecidos ou entendidos" (Tradução do autor da dissertação).

emitirão ações para enfrentar tais dificuldades. Isso se deve ao fato de que a exposição pessoal dos gerentes será muito maior, uma vez que o mercado avaliará a confiança na administração da empresa por meio dos preços alcançados pelas ações subscritas, afirma Zweibel (1996). Mikkelson e Partch (1986) afirmam que é correta a atitude de deixar a emissão de ações como última alternativa de financiamento da empresa, pois, quando se emitem ações, o preço desses papéis tende a baixar, colocando em questionamento as decisões passadas e futuras dos gerentes.

É evidente o distanciamento entre as duas postulações teóricas. Os estudos empíricos de Rajan e Zingales (1995) e Fisher, Heinkel e Zechner (1989) mostram que as empresas relutam fortemente em emitir ações quando enfrentam dificuldades financeiras, o que está previsto na teoria da *pecking order* e que confronta a teoria das trocas, a qual pressupõe um objetivo fixo em relação à estrutura de capital das empresas, que resultaria apenas do balanceamento entre benefícios tributários e riscos de falência.

Titman (1984) verificou que as empresas buscam atender aos diferentes *stakeholders*, os quais estão atentos aos parâmetros específicos das mesmas, em que temos acionistas interessados nos rendimentos da empresa, seja em forma de dividendos, seja como ganhos de capital. Esses *stakeholders* têm expectativas com relação à estrutura financeira da empresa e influenciam a decisão por uma emissão de ações e consequente elevação ou redução dos níveis de endividamento. Os conflitos de interesses entre credores e acionistas afetam fortemente a tolerância a determinadas estruturas de capital, fato que foi confirmado por Guedes e Opler (1996), Stohs e Mauer (1996), Barclay e Smith (1995) e Smith e Watts (1992).

Verificando o retorno *versus* endividamento, Hovakimian, Opler e Titman (2001) observaram que as empresas que acumularam lucros para financiamento de projetos de investimentos tornaram-se menos alavancadas e mais rentáveis do que as que se endividaram para financiar seus projetos de investimentos. Os autores encontraram evidências de que as empresas mais rentáveis preferem se endividar a

emitir ações e, também, optam pela recompra de ações e não pela redução do endividamento. A argumentação levada a efeito por eles é de que pode ser observado com freqüência que as empresas mais rentáveis retêm seus lucros para reduzir níveis de endividamento e, em consequência, são menos alavancadas do que outros grupos menos rentáveis. Ainda nessa direção, Grinblatt e Titman (1998) apontam que, quando as empresas lucrativas se tornam maduras, requerendo menos capital externo, espera-se que elas reduzam seu nível de alavancagem com o uso de seus lucros correntes, o que amplia posteriormente seu potencial de distribuição de dividendos.

Retornando aos argumentos de Donaldson (1961), cabe registrar que, para eles, as decisões financeiras das empresas não são direcionadas para a maximização da riqueza dos acionistas e que deveríamos reconhecer o ponto de vista gerencial dentro das finanças corporativas. Porém, para Myers (1984), o financiamento das empresas, de acordo com a ordem hierárquica delineada na *pecking order*, não implica que se contrariem os interesses dos acionistas. Nesse sentido, Black (1976) assevera que o corte de dividendos é a forma mais barata de levantar fundo para que as empresas financiem seus projetos de investimentos.

2.2 Evolução da teoria da informação assimétrica

Harris e Raviv (1991) levantaram estudos até então realizados no campo do financiamento das empresas, agrupando-os de acordo com o que chamou de determinantes da estrutura de capital. Nesse sentido, uma categoria agrupava os estudos que incorporavam a idéia de que os gerentes ou *insiders* detêm a posse de informações privadas sobre as características e oportunidades de investimentos e também sobre os retornos das empresas, em contraponto aos investidores externos que não operam sobre tal base de conhecimento. Algumas abordagens apontam que a escolha por determinada estrutura de capital sinaliza para os investidores externos as informações obtidas pelos *insiders*, sendo que nessa linha de pensamento sobressaem trabalhos como os de Leland e Pyle (1977) e Ross (1977).

Leland e Pyle (1977) realizaram um estudo teórico analisando os efeitos das

sinalizações nas decisões financeiras em ambiente com características de informação assimétrica entre os diversos agentes envolvidos no processo, tais como gerentes e acionistas, tanto os atuais quanto os potenciais. Os autores partiram da idéia de Akerlof (1970) acerca da divergência existente em mercados em que se observa a posse de informação privilegiada dos *insiders* dentro das empresas. Segundo Akerlof (1970), os mercados podem falhar em situações em que os potenciais compradores não têm a oportunidade de verificar a qualidade dos produtos que lhes estão sendo oferecidos. Assim é que seu modelo considerava haver um empresário em busca de financiamento extraordinário vinculado a capital próprio para um determinado projeto. O empresário sabe qual o valor esperado para o projeto, porém o investidor externo não sabe. Assim sendo, o investidor externo – potencial acionista – buscará perceber o percentual de riqueza pessoal que o empresário compromete no projeto e entenderá que, quanto maior for esse comprometimento, maior será a facilidade para conquistar novos investidores. O papel de agente e acionista tem fundamental importância para convencer os potenciais acionistas sobre a qualidade dos projetos para os quais buscam capital externo. Sendo o gerente um forte interessado nos resultados a serem gerados e distribuído pela empresa, tal participação se mostrará como um importante sinalizador para o mercado, reduzindo o deságio no valor das ações da empresa.

Uma vez que a participação dos gerentes na composição acionária funciona como redutor da percepção de risco para os novos acionistas, a teoria da sinalização, baseada nas imperfeições dos mercados de capitais, vem negar a hipótese da irrelevância da estrutura de capital proposta por Modigliani e Miller (1958). Fundamentalmente, Leland e Pyle (1977) nos mostram que tanto a estrutura de capital quanto a de propriedade são variáveis sinalizadoras sobre o valor das empresas. Diante do exposto, podemos dizer que as avaliações dos mercados de capitais são influenciadas por essas informações quando a empresa decide emitir ações para financiamento de seus projetos de investimento.

Myers e Majluf (1984) apresentam um artigo que se tornou um clássico para a literatura de finanças. Nesse estudo, os autores contemplam um modelo de equilíbrio acerca da decisão de emitir ações numa situação em que a empresa tem uma

oportunidade de investimento e que deve recorrer a emissões de ações para financiar parcela dos recursos necessários a esse investimento. A oportunidade é única e desaparece caso os recursos não sejam confirmados, ao mesmo tempo em que o cenário é de assimetria de informações entre gerentes – detentores de informações privadas –, não compartilhadas pelos investidores potenciais, que interpretam as ações da empresa de forma racional. Os autores basearam-se também no trabalho de Akerlof (1970), que estudou o mercado de carros usados nos Estados Unidos, mostrando que nesse mercado os níveis de informação do vendedor e do comprador são completamente diferentes. Os carros de má qualidade são conhecidos como *lemons* (limões) nos Estados Unidos e somente após possuir o carro durante algum tempo, o proprietário poderá dizer se comprou ou não um *limão*. Pode-se traçar um paralelo entre os dois trabalhos na medida em que emitir novas ações é de difícil justificativa e compreensão pelos gerentes e pelos acionistas potenciais, respectivamente. Não é simples explicar aos investidores potenciais que, se o negócio é bom, por que os gerentes permitiriam o acesso a novos investidores?

Os investidores externos pensam que os gerentes agem em prol dos acionistas antigos e julgam que novas emissões de ações somente se dão quando os gerentes avaliam que o preço de mercado das ações é maior do que o valor implícito da ação da empresa. Assim como no mercado de carros usados, um desconto ou deságio é imposto pelos compradores (novos investidores) sobre as novas ações emitidas, aqueles vendedores (emissores) que não se sujeitarem a dar tais descontos tenderão a abrir mão de bons projetos. Dessa forma, Myers e Majluf (1984) se apóiam e sustentam a teoria da *pecking order* em que se pressupõe a acumulação de recursos internamente para financiar os projetos de Valor Presente Líquido – VPL's – positivos. Os autores confirmam as verificações de Donaldson (1961), uma vez que é pela política de dividendos que se inicia a definição de uma ordem das fontes de recursos.

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) deixam claro que a posse de informações assimétricas por parte dos agentes (gerentes e acionistas, principalmente acionistas em potencial) concorre para prejudicar os interesses da empresa, levando à baixa remuneração do capital investido. Assim sendo, o melhor seria a busca de uma

solução que minimizasse a percepção dessa assimetria informacional, com as perspectivas futuras da empresa devendo ser amplamente divulgadas. Dessa forma, a sinalização proposta por uma clara política de dividendos serviria para informar adequadamente as intenções da empresa, aumentando a confiança e o valor da ação da empresa.

Entendemos do modelo de Myers e Majluf (1984) que, na emissão de novas ações, acontecem perdas para os acionistas atuais, em função de que os gerentes não têm como sinalizar para o mercado de capitais o valor intrínseco de projetos que pretendem financiar com o novo aporte de recursos. Quanto a isso, Ambarish, John e Williams (1987) tratam o papel dos dividendos como sinalizador dos propósitos dos gerentes, uma vez que os dividendos têm o poder de comunicar ao mercado as expectativas de retornos futuros das empresas, quando são seguidos por movimentos de investimentos e emissão de ações para financiamento de bons projetos.

O que se verifica no enunciado acima pode ser observado em Myers e Majluf (1984), em que os gerentes gozam da prerrogativa de projetar os fluxos de caixa de seus ativos, assim como podem avaliar criteriosamente as oportunidades dos projetos disponíveis. Portanto, uma combinação entre os sinais emitidos pelos dividendos e a emissão de ações poderia funcionar como redutor dos descontos no valor das novas ações. Quando os dividendos são fixados num determinado nível, o anúncio de novas emissões será percebido de forma negativa quando houver posse de informação privada sobre os ativos em operação. Em contrapartida, a percepção de novas oportunidades em projetos de investimentos será positiva.

Como estudaremos em detalhes mais adiante, Miller e Rock (1985) reafirmam a postulação de irrelevância da estrutura de capital de Modigliani e Miller (1958), rejeitando as postulações da teoria das trocas e da teoria da *pecking order*. Os autores apóiam a hipótese de que a emissão de qualquer ativo financeiro será percebida como necessidade de geração interna de recursos, o que motivará a depreciação do valor da empresa. Assim, o pagamento de dividendos será percebido como um fator positivo, uma vez que informa a disponibilidade de caixa.

Tal sinalização de fluxo de caixa, pela via do pagamento de dividendos, se reveste de um caráter de informação privada ou assimétrica, uma vez que os gerentes têm acesso às disponibilidades da estrutura dos seus ativos em operação.

Miller e Rock (1985) apresentam um ponto crítico de simetria informacional que diz respeito ao patamar de investimento projetado e o valor implícito dos ativos em operação. Dessa forma, os anúncios não antecipados de redução no nível de pagamento de dividendos serão percebidos como uma geração de fundos inadequada para o financiamento de projetos de investimentos. Uma implicação para essa questão está no fato de que novas emissões e, concomitante, tomada de empréstimos para financiamento de projetos serão percebidas de forma negativa, gerando retornos negativos nos preços das ações. A manutenção de uma política clara para dividendos tem efeito contrário e pode aumentar o valor da empresa.

Destacamos os trabalhos de DeAngelo e Masulis (1980), Trueman (1985) e McConnell e Muscarella (1986), os quais trabalharam as questões acerca dos fatores determinantes da estrutura de capital das empresas e políticas de dividendos relacionadas com o valor das empresas. A principal idéia desenvolvida pelos autores é a de que a distribuição de lucros pela via dos dividendos e a estrutura de capital afetam o preço das ações das empresas investidoras. Isso mostra, de forma implícita, que os gerentes procuram maximizar valor para os acionistas por meio da implementação de projetos de investimentos de VPL's positivos.

Pudemos observar, em todos os artigos analisados, o contexto de posse desigual de informação, característico da teoria da assimetria de informações entre os agentes envolvidos, seja de forma ativa ou passiva, no processo da decisão financeira. Diante disso, há de se descartar a idéia de posse simétrica de informação. Conforme exposto por vários autores, a posse privilegiada de informações traz consequências para a determinação do valor da empresa, tendo em vista os conflitos que se estabelecem entre os gerentes, credores e acionistas, sejam eles atuais ou potenciais. Conforme já observamos, Myers e Majluf (1984) trabalharam um cenário cujos investidores externos analisam todos as sinalizações das empresas. Entretanto, consideram que a procura por novos recursos contemplando a emissão

de novas ações somente se dará à medida que o valor das ações estiver sobreavaliado. Em linha com o pensamento da posse desigual de informações, os gerentes somente emitirão novos títulos quando perceberem que o preço de mercado é maior que o valor percebido por eles. Corroborando as verificações empíricas de Donaldson (1961) – em que o financiamento através da emissão de novas ações é a última opção dos gerentes -, podemos verificar que novas emissões de títulos estão vinculadas a uma redução no preço das ações.

Com relação aos fluxos de caixa das empresas, Miller e Rock (1985) colocam a questão dos anúncios não antecipados de emissão de títulos como sinalizadores de que a empresa não dispõe de uma geração de caixa adequada à operação. A tomada de novos empréstimos para financiamento de projetos de investimento corrente ou a emissão de novos títulos concorreriam para uma redução no preço das ações. Em todos esses casos, o anúncio de dividendos seria utilizado para emitir sinal contrário, o que faria com que o preço das ações se elevasse.

2.2.1 Políticas de dividendos sob informação assimétrica – O modelo de Miller e Rock

Esse modelo sinalizador do valor da empresa com interferências de dividendos é justamente definido para mercados em que haja assimetria de informações. A premissa central do modelo é de que, ao contrário das suposições de mercados perfeitos em que as informações fluem livremente, sem custos adicionais, essas são unilaterais e custosas. A figura dos *insiders* (acionista controlador ou gerentes) assume um papel relevante, pois eles sabem mais sobre as disponibilidades financeiras e projetos das empresas do que os investidores externos. Os autores mostram que existe uma sinalização de informação coerente na ótica da informação assimétrica e que o mercado de ações estabelece relações e avaliam ativos a partir dessa premissa.

Miller e Rock (1985) identificaram duas situações distintas: 1. em um mundo de perspectivas racionais, o anúncio dos dividendos ou de financiamentos da empresa

fornecer informações suficientes acerca dos recursos da empresa, para que o mercado deduza o restante das informações sobre os resultados correntes da empresa. Os resultados atuais contribuem para estimar os resultados futuros, que servirão de base para determinar o valor atual da empresa; 2. o anúncio de dividendos ou financiamento dá pistas sobre resultados desapercebidos e faz com que surjam motivações – ilegítimas – para aumentar o valor das ações, quando do desembolso de dividendos, mesmo que isso possa significar uma redução de investimentos em bons projetos. Porém, o mercado percebe o que acontece e o valor das ações tenderá a uma queda, em função da perda de oportunidades. Nesse caso, nenhuma preocupação terão aqueles acionistas que haviam gerenciado suas carteiras para a venda de ações na alta, acontecida pelo anúncio do pagamento de dividendos e também aqueles gerentes cuja premiação está vinculada à performance rápida do preço das ações da empresa. Dessa forma, os acionistas que não haviam gerenciado suas carteiras para a venda na alta ficariam prejudicados.

Os investidores externos, imaginando que sabem menos que os *insiders* e levando em conta as tentações dos gerentes de explorarem as informações superiores em favor dos acionistas vendedores, fará com que o preço após o anúncio conte com descontos. Acatando os descontos, ambas as expectativas estarão simultaneamente preenchidas, e a essencial consistência entre o pagamento de dividendos e políticas de investimentos da empresa estará restabelecida.

Eles apresentam um modelo de incertezas, sem considerações de impostos, examinando a evolução dos lucros gerados pela empresa X , demonstrado pelas equações a seguir:

$$X_1 = F(I_0) + \tilde{\varepsilon}_1$$

$$X_2 = F(I_1) + \tilde{\varepsilon}_2$$

em que I_0 e I_1 são as quantias investidas no período “zero” e no início do período

“um”, respectivamente. Já $F(I_o)$ e $F(I_1)$ representam os fluxos do processo produtivo em cada período, e $\tilde{\varepsilon}_1$ e $\tilde{\varepsilon}_2$ representam condições de incremento (erro) aleatório.

Os incrementos (erros) aleatórios são acrescentados e aceita-se:

$$E_o(\tilde{\varepsilon}_1) = E_o(\tilde{\varepsilon}_2) = 0, \text{ sendo que } E(\varepsilon_2 | \varepsilon_1) = \sigma \varepsilon_1$$

em que, σ = coeficiente de persistência assumido.

A empresa se dissolve no início do período dois e \tilde{X}_2 é distribuído para os portadores de títulos. No início do período “um”, as empresas escolhem quanto investir (I_1), quanto deveria ser financiado (B_1) e qual o resultado a ser distribuído (D_1). A empresa escolhe I_1 , B_1 e D_1 para maximizar seu valor, V_1 , em que “ i ” é o risco ajustado à taxa de desconto. V_1 pode ser descrito como:

$$V_1 = X_1 - I_1 + \frac{1}{1+i} [F(I_1 + \sigma \varepsilon_1)]$$

e sujeito às restrições das origens e aplicações de recursos: $X_1 + B_1 = I_1 + D_1$ ou $X_1 - I_1 = D_1 - B_1$

Miller e Rock (1985) tratam ($D_1 - B_1$) como uma simples variável chamada *dividendo líquido*. Deixando I_1^* ser o nível ótimo de investimento, teremos:

- ✓ Se $I_1 < X_1$ a empresa paga o dividendo líquido ($D_1 - B_1$).
- ✓ Se $I_1 > X_1$, o dividendo líquido é negativo e a empresa obtém financiamento externo.

Quando a empresa anuncia as decisões de investimento, financiamento e

dividendos, existirão três efeitos desse anúncio no modelo: ganhos, dividendos e financiamento. O efeito de anúncio de lucros é dado por: $V_1 - E_0(V_1)$, em que

$$V_1 = X_1 - I_1^* + \frac{1}{1+i}[E_1(X_2)]$$

representa o valor da empresa após o anúncio, e

$$E_0(V_1) = E_0(X_1) - E_0(I_1) + \frac{1}{1+i}[E_0(F(I_1))],$$

o valor da empresa antes do anúncio. Assim, o efeito do anúncio de lucros é apenas o da diferença entre o valor da empresa antes e depois do anúncio e é dado por:

$$V_1 - E_0(V_1) = \varepsilon_1 [1 + \frac{\sigma}{1+i}]$$

As mudanças de preço são proporcionais ao choque de lucros aleatórios, ε_1 , e ao parâmetro de persistência σ . Por fim, o anúncio de dividendo se dá na condição de

$$V_1 - E_0(V_1) = ((D_1 - B_1) - E_0(D_1 - B_1)) [1 + \frac{\sigma}{1+i}] = \varepsilon_1 [1 + \frac{\sigma}{1+i}]$$

Assim, eles concluem que o efeito do anúncio de dividendos age do mesmo modo que o anúncio de lucros, na medida em que permite ao mercado completar as informações patrimoniais e econômicas da empresa. Esse efeito acontecerá não importando se lucros são anunciados ao mesmo tempo em que os dividendos e estes últimos trazem informações sobre resultados futuros, ainda que indiretamente, por meio dos resultados atuais.

O efeito do anúncio de financiamento é o contrário do de dividendo. Se o dividendo líquido ($D_1 - B_1$) é negativo, isso é interpretado como um financiamento, até porque, se positivo, seria como uma distribuição de resultados.

Se a empresa corta o nível de investimento e aumenta o dividendo, o mercado superestimaria os ganhos atuais e os correspondentes ganhos futuros. Desse modo, o preço de mercado das ações ordinárias da empresa aumentará, ainda que temporariamente. Os acionistas que vendem suas ações durante o aumento de preço temporário realizarão lucros, mas, com o passar do tempo, o valor das ações remanescentes cairá por causa do menor nível ótimo de investimento. A combinação da assimetria de informações e ocasiões para lucrar dessa assimetria resulta em uma política de investimento inconsistente ou incompatível, porque existe uma vantagem que diverge sobre o nível de investimento ótimo.

Miller e Rock (1985) demonstram o restabelecimento da consistência entre as políticas de dividendos e de investimentos. As empresas usam dividendos líquidos para sinalizar ganhos atuais, e empresas com ganhos inesperados mais altos informarão dividendos maiores do que empresas com ganhos inesperados menores. Por outro lado, um menor nível de investimento pode implicar um resultado de dividendo líquido maior, mas as empresas não usarão dividendos para emitir falsa sinalização.

No modelo de Miller e Rock (1985), partem do pressuposto de que importa para elevar o valor da empresa é a condução de informações positivas transmitidas ao mercado, cujo dividendo torna-se uma ferramenta fundamental. Dessa forma, os dividendos emitem sinais tão positivos que podem, inclusive, contrapor-se aos efeitos negativos das emissões de ações, neutralizando qualquer efeito no valor intrínseco da empresa. Porém, a recíproca é verdadeira, uma vez que eventuais quedas no nível dos dividendos pagos induzem a quedas no valor da empresa, e essa queda será interpretada como um sinal de geração inadequada de caixa.

Algumas limitações ao modelo de sinalização de dividendos de Miller e Rock (1985) são apontadas por John e Williams (1985). A maior crítica é que, se a questão de imposto é adicionada ao modelo, os dividendos não poderão ser utilizados como sinalizador. As empresas darão informações para o mercado apenas pela recompra de ações porque é menos dispendioso se comparado aos dividendos.

Uma implicação imediata para o modelo de Miller e Rock (1985) é que uma importante variável de controle, quando examinado o impacto do anúncio de dividendos, é se a empresa busca financiamento externo ao mesmo tempo em que o dividendo é anunciado. Além disso, é importante descobrir o quanto de financiamento a empresa está tentando obter. Os autores envolvem em sua teoria o efeito do anúncio do dividendo líquido (dividendo líquido = dividendo atual menos financiamento externo). Para eles, se o dividendo líquido for negativo, interpreta-se como financiamento, e a sinalização do financiamento é oposta ao efeito do anúncio de dividendo. Se estiverem corretos, os anúncios de dividendos deveriam distinguir empresas que pagam dividendo das que levantam financiamento, destaca Mann (1989).

2.2.2 Problemas de agência e política de dividendos

Os problemas de agência relacionados com a política de dividendos são abordados por La Porta et al. (2000). Segundo os autores, trata-se de uma abordagem que recebeu atenção limitada até recentemente, tendo como artigos mais importantes os de Easterbrook (1984), Jensen (1986), Myers (2000), Gomes (2000) e Zwiebel (1996). Todos esses trabalhos abordam as políticas de dividendos das empresas tratando dos problemas de agência entre *insiders* corporativos e os investidores externos.

De acordo com essa teoria, a não ser que os resultados da empresa sejam pagos aos acionistas da empresa, eles têm tudo para serem desviados pelos *insiders* atendendo aos seus objetivos pessoais e, como consequência, os investidores externos terão preferência por maiores pagamentos de dividendos do que a retenção de lucros. Segundo Jensen (1986), os agentes internos usam recursos destinados a pagamento de dividendos na busca de estratégias de investimento que lhes rendam benefícios pessoais a partir do crescimento com base em projetos de VPL's negativos e na diversificação conglomeral, que em nada beneficia os investidores externos, até porque, de acordo com a moderna teoria de finanças, esses últimos podem diversificar investimentos por si mesmos no mercado acionário, sem ajuda de gerentes.

Os dividendos podem representar mais um tipo de custo de agência, uma vez que um dos agentes (gerentes) pode propor o pagamento dos dividendos, vislumbrando apenas melhorar sua imagem pessoal enquanto gestor, sem sequer se preocupar com as questões tributárias, e dos ganhos líquidos do acionista. Nesse caso, o agente não se preocupará com o custo de capital de novos projetos de VPL positivo, que poderiam ser financiados com os mesmos recursos destinados ao pagamento de dividendos, os quais poderiam gerar ganhos futuros de capital. Dessa forma, o pagamento será de fato mais uma penalidade em vez de uma premiação. Entretanto, Gomes (2000) ressalta que se a empresa voltar ao mercado de capitais em busca de novos recursos, isso abre a possibilidade de o acionista controlador agir de acordo com os interesses dos acionistas minoritários, podendo extrair, dessa forma, poucos benefícios de controle.

A longa citação de La Porta et al. (2000, p. 1-2) é bastante elucidativa dos problemas atinentes aos conflitos entre acionistas e gerentes, razão pela qual nos decidimos pela sua apresentação:

O assim chamado quebra-cabeças dos dividendos [Black (1976)] tem ocupado a atenção de economistas financeiros pelo menos desde o trabalho seminal de Modigliani e Miller [MODIGLIANI E MILLER (1958 e 1961)].

[...]

Economistas têm proposto inúmeras explicações do quebra-cabeças dos dividendos. Destes, particularmente popular é a idéia de que as empresas podem sinalizar rentabilidades futuras pelo pagamento de dividendos. Empiricamente, esta teoria teve considerável sucesso inicial, visto que empresas que iniciaram (ou levantaram) dividendos experimentaram aumentos de preços, e o oposto é verdade para empresas que eliminam (ou cortam) dividendos. Resultados recentes são mais confusos, visto que mudanças correntes não ajudam a prever crescimento de lucros futuros. (p. 1)

[...]

Outra idéia, a qual recebeu apenas atenção limitada até recentemente é de que políticas de dividendos motivam problemas de agência entre agentes internos e externos às organizações. De acordo a estas teorias, a menos que lucros sejam pagos a acionistas, eles podem ser desviados pelos agentes internos para seu uso pessoal ou comprometidos com projetos não rentáveis, que propiciem benefícios para eles. Como consequência, investidores têm preferência por dividendos relativamente a lucros retidos. As teorias diferem acerca de como os investidores de fato conseguem que as empresas liberem caixa. Entretanto, o ponto-chave é que o fracasso em obter caixa leva a sua perda ou a desvios, o que é deprimente para os interesses dos investidores externos² (LA PORTA et al., 2000, p.2).

² Tradução do autor da dissertação.

Numa leitura dos enunciados acima, observamos que, desde as provocações de Black (1976), vêm se tentando explicar os quebra-cabeças dos dividendos e que uma das idéias aventadas dizia respeito a uma possível sinalização de ganhos futuros que políticas especificamente conduzidas poderiam propiciar, como analisam Bhattacharya (1979), John e Williams (1985), Miller e Rock (1985) e Ambarish, John e Williams (1987). Essa teoria de informação assimétrica obteve sucesso inicialmente, uma vez que inícios ou aumentos de dividendos eram entendidos como sinais positivos pelo mercado acerca das potencialidades da empresa, o que seria premiado pelo mesmo com aumentos de preço nas ações, como observado por Asquith e Mullins (1983). Entretanto, resultados empíricos recentes mostram limitações dessa teoria, uma vez que as mudanças ocorridas nas políticas de dividendos não eram tão claras em expor as possibilidades de crescimento dos futuros lucros das empresas, conforme ressalvas apresentadas por DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1996) e Benartzi, Michael e Thaler (1997).

Assim, uma nova idéia aparece mais recentemente, tentando dar uma explicação mais razoável para as razões do pagamento de dividendos. Tal política se atém a problemas de agência entre gerentes e investidores, externos e internos, como retratado nos trabalhos de Easterbrook (1984), Jensen (1986), Myers (2000), Gomes (2000) e Zwiebel (1996). Essa idéia está motivada na convicção de que o objetivo de maximização do valor do acionista não se enquadra perfeitamente para explicar comportamentos gerenciais que se verificam nas grandes corporações. Nessas, constata-se um comportamento algo similar ao do mercado em geral, no qual existe lugar um complexo processo de equilíbrio, com objetivos conflitantes dos indivíduos - alguns até mesmo representantes de outras corporações – sendo trazidos ao equilíbrio no contexto de relações contratuais. Dessa forma, problemas de agência explicariam de forma bastante razoável as razões pelas quais investidores externos, *vítimas dos agentes internos* – gerentes que controlam os ativos das empresas – teriam preferências pelo recebimento de dividendos.

A interpretação de La Porta et al. (2000) para a teoria da agência é de que, a menos que os resultados sejam distribuídos aos acionistas da empresa, eles tendem a ser

desviados pelos gerentes para atendimento de seus objetivos pessoais e, como consequência, os investidores externos terão preferência mais acentuada por maiores distribuições de resultados pela via dos dividendos do que pela retenção de lucros. Segundo Jensen (1986), os gerentes usam recursos destinados a pagamento de dividendos na busca de estratégias de investimento que lhes rendam benefícios pessoais de controle, como crescimento e diversificação, sem que isso represente benefícios para os investidores externos e acionistas minoritários.

Coase (1937) foi o primeiro a se preocupar com os problemas internos das empresas, afirmam Jensen e Meckling (1976). Para os autores, a teoria de agência se baseia em contratos sob os quais uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para executar algum serviço de seu interesse, o qual envolve delegação de autoridade ao agente para tomada de decisões. Como ambas as partes têm interesses conflitantes e são maximizadores de utilidade, é de se esperar que nem sempre o agente atue em prol dos interesses do principal. Assim é que, na expectativa desse tipo de comportamento, o principal incorrerá em custos de monitoramento para garantir seus interesses, os quais incluem distribuição de resultados gerados no negócio. Jensen e Meckling (1976) identificaram dois tipos de conflitos de interesses, a saber: 1. entre acionistas e gerentes; 2. entre acionistas e credores.

Quando a empresa está alavancada com recursos externos, o conflito entre acionistas e gerentes tende a diminuir, conforme nos mostra Jensen (1986) com o raciocínio de que a redução na disponibilidade de caixa implica um comprometimento ou disciplinamento maior por parte dos gerentes. Essa redução no conflito constitui o que se chama de benefício do financiamento da dívida, o qual pode ser verificado pelo aumento da geração de lucros e na sua distribuição aos acionistas, que resulta tanto da apontada melhoria da performance gerencial como da aludida dedutibilidade dos juros do financiamento para cálculo do imposto de renda das empresas. Dessa forma, tem-se aí novo ponto a favor da relevância da estrutura de capital, o qual adviria do possível controle de custos de agência, que seriam suficientemente fortes para propiciar maior distribuição de caixa pelo negócio, fato esse que não se coaduna com a premissa de irrelevância da estrutura de

financiamento das empresas.

Gomes (2000) aponta os dividendos como fonte de problemas de agência entre gerentes e investidores externos, caso os gerentes proponham pagamentos vislumbrando apenas melhorar sua imagem pessoal enquanto gestor, sem se preocuparem com questões tributárias e ganhos líquidos do acionista. Nesse caso, o agente não se incomoda com o custo de capital de novos projetos de VPL positivo que poderiam ser financiados com os mesmos recursos destinados ao pagamento de dividendos, o que geraria futuros ganhos de capital. Dessa forma, o pagamento será, de fato, mais uma penalidade do que uma premiação.

Ainda sobre o conflito entre gerentes e investidores externos, uma ilustração possível do problema foi levantada por Alchian³ (1969), *apud* Jensen e Meckling (1976), em que o autor diz: “como podem existir milhões de indivíduos dispostos a investir parcela expressiva de suas riquezas em empresas administradas por gerentes que têm tão pouco interesse no bem-estar do acionista?” A corporação empresarial é uma invenção social temerosa, mas é forçoso reconhecer que milhões de indivíduos confiam voluntariamente bilhões de dólares de sua riqueza pessoal aos cuidados de gerentes, com base em um conjunto complexo de relações contratuais que delineiam os direitos de cada uma das partes. O lado positivo dessa moeda refere-se ao crescimento do valor de mercado dessas corporações, o que sugere, de maneira geral, que, até agora, credores e investidores não ficaram decepcionados com os resultados alcançados, mesmo com os custos de agência peculiares à forma corporativa.

Sobre o conflito entre acionistas e credores, Black (1976) afirma que, quando uma empresa tem dívidas, seu credor, com razão, quase sempre limitará os pagamentos de dividendos da empresa. Pagar dividendos é o modo mais fácil de uma empresa escapar do *fardo* da dívida e liquidar todos os seus recursos, deixando os credores sem eles. Assim sendo, como qualquer desembolso na forma de dividendos significará perdas para o credor no caso de problemas, justifica-se a formulação da hipótese de Black (1976) “*Perhaps we have finally found a reason why firms pay*

dividends".⁴

La Porta et al. (2000) avaliaram níveis de proteção aos direitos dos acionistas minoritários, em testes sobre 4.000 empresas de 33 países, identificando que as políticas de dividendos variam consistentemente com os regimes legais. Dessa forma, empresas que operam em países onde a proteção do investidor minoritário é maior, revelam *payouts* maiores do que empresas atuantes em países de menor proteção a esses investidores. Além disso, identificou-se que empresas de crescimento rápido apresentam menores *payouts* do que as empresas de baixo crescimento. Naturalmente, tais resultados sustentam a presença de custos de agência, visto que investidores em países de boa proteção legal usam seus poderes legais para extrair resultados das empresas, especialmente quando as oportunidades de reinvestimento forem pobres. Quanto a isso, La Porta et al. (2000, p. 3) afirmam: “um dos principais corretivos a problemas de agência é a lei, o que propicia a investidores externos, inclusive acionistas, certos poderes para proteger seu investimento contra a expropriação de agentes internos.”

Os autores propuseram dois modelos de agência para dividendos, sendo o primeiro relativo a resultados (*outcome model*) que pressupõe que a distribuição dos lucros se dá pela pressão exercida pelos acionistas minoritários sobre os gerentes. O segundo é o modelo de substituição (*substitute model*), o qual dá a entender que os gerentes interessados em emitir ações no futuro distribuem lucros no presente como forma de estabelecer uma boa reputação de tratamento decente aos acionistas minoritários. Enquanto o primeiro modelo supõe maiores direitos aos acionistas minoritários, associados aos altos volumes de dividendos pagos, o segundo pressupõe o contrário.

O modelo de resultados tem a premissa de que os dividendos são o resultado de um sistema efetivo de proteção legal dos acionistas, pelo qual os acionistas minoritários

³ ALCHIAN, Armen A., Corporate Management and Property Rights, Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities, Henry Manne, Editor (American Enterprise Institute, 1969, p.337-360.

⁴ "Talvez tenhamos finalmente encontrado a razão pela qual as empresas pagam dividendos". (Tradução do autor da dissertação)

usam seus poderes legais para forçar empresas a distribuirem resultados lucros, impedindo que os *insiders* possam usar os lucros da empresa para se beneficiar. Em especial, os autores analisaram países com diferentes níveis de qualidades de proteção a acionistas, buscando aferir a hipótese de que uma melhor proteção legal se associa com dividendos mais altos. Uma implicação adicional dessa teoria seria a de que em um país com boa proteção a acionistas, estes perceberiam as empresas com boas e com más oportunidades de investimento e crescimento, e que, ao perceberem essa dinâmica, aceitariam dividendos mais baixos se vislumbrassem altas taxas de retorno a partir do reinvestimento. Em contraste, empresas maduras, com poucas oportunidades de investimento, não teriam tal beneplácito. Como consequência, empresas de alto crescimento pagariam dividendos significativamente menores quando comparadas com empresas de crescimento baixo. Por fim, se a proteção ao acionista fosse pequena, os autores não esperariam a mesma relação entre *payout* e crescimento, uma vez que os acionistas tentariam conseguir o que fosse possível de imediato, mesmo que conseguissem muito poucos.

O modelo de substituição aparece como uma visão alternativa de custo de agência, na qual os dividendos são substitutos para a proteção legal. Isso se verifica quando da necessidade de as empresas recorrerem aos mercados, ainda que ocasionalmente. Para se levantar fundos em condições satisfatórias, a empresa deveria ter previamente estabelecido uma boa reputação de não expropriação dos acionistas minoritários, e uma forma para isso se daria por meio do pagamento de dividendos, uma vez que a redução de caixa disponível para os *insiders* reduz o montante disponível à expropriação.

Os autores verificaram que uma boa reputação de tratamento aos acionistas minoritários tem mais valor em países com baixa proteção legal; como consequência, a necessidade de estabelecerem dividendos visando tal reputação é maior nesses países. Por outro lado, para países com níveis de proteção superiores a acionistas minoritários, a necessidade de estabelecer tal reputação é menor, bem como é menor a necessidade de pagarem dividendos. Isso implica que as relações de *payout* deveriam ser maiores em países com fraca proteção legal aos acionistas minoritários do que naqueles com maior proteção.

Eles verificaram ainda que empresas de crescimento rápido têm maior premência para estabelecer melhor reputação, dado que a necessidade por recursos externos seja maior. Como resultado disso, empresas com melhores perspectivas de crescimento adotariam índices mais altos de *payout* em relação àquelas com menores perspectivas de crescimento.

Os dados obtidos pelos autores sugerem que a abordagem de agência é vivamente relevante para compreender políticas de dividendos das empresas, deduzindo maior consistência no modelo de resultados de dividendos. Assim, as empresas em operação em países com maior proteção aos acionistas minoritários pagam dividendos mais altos e, nesses países, empresas de crescimento rápido pagam dividendos mais baixos do que empresas de crescimento lento, o que é consistente com a idéia de que acionistas protegidos por leis estão dispostos a esperar pelos seus dividendos quando as oportunidades de investimento forem boas. Por outro lado, acionistas pouco protegidos parecem querer qualquer dividendo que possam conseguir, sem considerar oportunidades de investimento. Os autores consideram esse custo de oportunidade como um custo de agência vinculado à baixa proteção legal.

Com relação às limitações de suas verificações, La Porta et al. (2000) expressam a mesma sensação de Myers (1996) de que não temos um modelo completo de agência para explicar o *quebra-cabeças* dos dividendos. O que se tem são modelos que tratam dos relacionamentos entre capitais de terceiro e próprios, adaptados às questões de dividendos, que buscam, na literatura existente, os mecanismos básicos de como dividendos podem ser tratados enquanto problemas de agência.

Easterbrook (1984) também é bastante provocativo para as questões de dividendos. Segundo o autor, enquanto uma teoria sobre dividendos assume os gerentes como agentes corretos dos investidores, outra teoria os aceita como gananciosos, que só atentam para seus próprios interesses. Além disso, temos o problema dos dividendos caros, embora onipresentes. Nesse contexto, as empresas que diminuíssem seus *payouts* prosperariam em relação àquelas que não o fizessem, e os investidores que compreendessem tal dinâmica também prosperariam em relação

àqueles que não a compreendessem. Por seu lado, a moderna teoria de finanças afirma que qualquer decisão corporativa deve visar a minimização da soma dos custos de capital, agência e impostos. Enfim, o autor investiga se os dividendos são, de fato, um método de alinhamento entre os interesses dos gerentes e dos investidores externos, propondo explicações para os custos de agência que se relacionam tanto com capital próprio como de terceiros.

As deduções de Easterbrook (1984) são de que os custos de agência devem ser analisados tanto do ponto de vista do monitoramento dos gerentes, quanto da aversão ao risco por parte deles próprios quando a empresa vai ao mercado em busca de novos recursos. Quando se emitem novas ações, os negócios da empresa serão revisados por analistas de investimentos que atuam no interesse coletivo de acionistas, além de serem analisados pelos compradores dos novos títulos. Situação idêntica acontece quando se tomam empréstimo, e o fato é que gerentes necessitam levantar recursos com certa freqüência, o que os leva a, muito provavelmente, serem compelidos a agirem em favor dos interesses dos investidores. Além disso, quando se emitem novas ações, tal ato representa um ajuste da alavancagem financeira das empresas, o que pode até mesmo reduzir taxas de juros de novos empréstimos.

2.3 Políticas de dividendos – Breve resumo

The harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just do not fit together⁵ (BLACK, 1976, p. 8).

Desde as quatro últimas décadas do século passado, as questões relacionadas às políticas de dividendos são sempre um assunto em pauta nas questões financeiras. Inúmeros trabalhos científicos foram publicados e vários modelos teóricos expressam o *estado da arte* sobre o assunto. Essa controvérsia ficou conhecida por muitos autores como o *quebra-cabeças de dividendos*, a partir do instigante artigo de Black (1976), quando da publicação de um artigo com o mesmo título *The*

⁵ "Quanto mais olhamos para a figura dos dividendos, mais essa figura se parece um quebra-cabeças com peças que não se encaixam" (Tradução do autor da dissertação).

dividend puzzle.

Myers (1996) corrobora a colocação acima quando da publicação do artigo intitulado *Fischer Black's contributions to corporate finance*. Nesse artigo, o autor declara que: “*Fischer's main contribution to dividend policy was to remind us that we don't understand it.*⁶” E afirma: “... *I think dividends won't be fully understood until we have a formal, general agency theory of corporate finance*”⁷ (MYERS, 1996, p. 102).

As razões para a controvérsia, apontadas por Grinblatt e Titman (1998), estão na polaridade de que, enquanto alguns autores vêem a decisão sobre a política de dividendos sob uma perspectiva de independência, em que a escolha acerca dos dividendos de uma empresa não precisa estar relacionada nem com as decisões de investimento nem com a de financiamento, outros acreditam que qualquer análise sobre política de dividendos deve basear-se na interdependência nas decisões de investimentos da empresa e na constante escolha da estrutura de capital ou decisão de financiamento.

A controvérsia mencionada iniciou-se a partir do artigo de Modigliani e Miller (1961), *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*, publicado em 1961. Nesse artigo, os autores demonstram que, na existência de mercado perfeito, a política de dividendos, bem como a estrutura de capital das empresas, é irrelevante, ou seja, não existe nenhum quebra-cabeças quando o cenário é perfeito. Nesse contexto, os dividendos são meros veículos de distribuição de resultados aos acionistas. Porém, o quebra-cabeças surge toda vez que se observa o comportamento do mercado frente aos anúncios de dividendos, e uma das explicações mais claras da questão da irracionalidade observada no comportamento do mercado frente aos dividendos vem de Black (1976), quando o autor diz que o dividendo representa o retorno do valor investido para aquele investidor que expôs seu patrimônio ao stress do risco em uma corporação. E, ainda, que os dividendos são um prêmio para encorajar novos acionistas a investirem seu patrimônio na empresa.

⁶ “A mais importante contribuição de Fischer para a política de dividendos foi a de nos lembrar que nós não entendemos disso” (Tradução do autor da dissertação).

⁷ “Eu penso que os dividendos não serão completamente entendidos até que se tenha uma formal e ampla teoria de agência para as finanças corporativas” (Tradução do autor da dissertação).

La Porta et al. (2000) apontam algumas causas para o surgimento desses quebra-cabeças, que, segundo os autores, advém da confirmação de que as corporações seguem deliberando estratégias de pagamento de dividendos (LITNER, 1956), em que pesem as postulações de Modigliani e Miller (1961) e que pode ser ainda maior quando inserimos questões tributárias nas discussões.

Os economistas financeiros têm proposto inúmeras explicações para o quebra-cabeça dos dividendos, e a explicação mais popular traz a idéia de que os dividendos representam sinais de ganhos futuros, conforme constatamos em Bhattacharya (1979), John e Williams (1985), Miller e Rock (1985) dentre outros. Uma outra idéia que até bem recentemente havia recebido pouca atenção dos estudiosos para a explicação do quebra-cabeças dos dividendos refere-se aos problemas de agência, como apontam La Porta et al. (2000).

2.3.1 Abordagens clássicas da política de dividendos

As abordagens clássicas divergem entre si sobre a decisão por uma política adequada de distribuição dos lucros auferidos pelas empresas, caracterizando-se por mercados perfeitos e eficientes e com investidores racionais. São elas: a abordagem da relevância da política de dividendos, que defende a capacidade, por meio de uma determinada política, atrair uma clientela específica e afetar o valor de mercado das empresas; a abordagem da irrelevância, que considera os dividendos apenas uma forma de retornar o caixa aos investidores, não afetando o valor de mercado da empresa e a abordagem residual que considera o pagamento de dividendos como um resíduo que se estabelece apenas depois de tomadas todas as decisões quanto aos investimentos futuros e necessidades de financiamentos da empresa.

Proposto por Gordon e Shapiro (1956), o primeiro modelo foi chamado de *pássaro na mão*, em que os autores afirmam que um pássaro na mão é melhor que dois no arbusto (não importando a quantidade de pássaros que estejam no arbusto). É melhor ter dinheiro na mão, hoje, em vez de uma promessa de dinheiro apenas para o futuro. Essa linha de pensamento, expressa na teoria do *pássaro na mão*, traz

consigo a idéia de que é melhor receber os lucros gerados no momento presente do que o risco da expectativa futura de ganhos de capital. Sendo o valor de uma ação função dos fluxos futuros de pagamento de dividendos trazidos a valor presente, os investidores preferirão receber seus dividendos hoje a eventuais ganhos futuros. O modelo discute a questão de que é melhor se assegurar do pagamento de dividendos do que a incerteza de não tê-lo.

Receber dividendos envolve menos risco que os futuros ganhos de capital, de maneira que as empresas devem estabelecer políticas de dividendos com altos índices de pagamentos para maximizar o preço das ações, pois este está diretamente ligado à distribuição maior ou menor de dividendos e inversamente ligado à taxa de retorno esperada pelos acionistas, afirmam Gordon (1963) e Litner (1956). Na mesma linha, Auerbach (1979) e Bradford (1979) argumentam que o valor de um dólar de lucro retido significa menos que um dólar em pagamentos de dividendos. Sob essa ótica, a única função das empresas é distribuir seus lucros.

Um argumento contrário é posto por Brealey e Myers (1998), em que afirmam que, após a definição dos investimentos e financiamentos das empresas, a conclusão de que maiores pagamentos de dividendos poderiam reduzir o risco observado da empresa não estaria correto, uma vez que os fluxos de caixa seriam os mesmos, não se alterando em função dessa ou daquela política de dividendos. O argumento é que os investidores preferem receber dividendos exatamente por serem avessos ao risco. Damodaran (2002) vê sérios problemas nessa afirmação, pois entende que a escolha não se dá entre dividendos certos hoje em vez de ganhos de capital incertos em algum ponto no futuro, mas entre dividendos hoje e um montante quase equivalente de queda de preço hoje. Enfatizando, o preço das ações cai um pouco menos do que os dividendos no dia *ex-dividendo* e, assim, ao pagá-los, a empresa faz com que o preço de suas ações caia hoje. Outro argumento contrário ao modelo apontado pelo autor é de que, se a empresa aumenta seus dividendos, sem alterar a política de investimentos, ela terá que substituir dividendos com novas emissões ou dívidas. Dessa forma, os investidores que recebem dividendo mais alto hoje sairão perdendo, em termos de valor presente, um montante equivalente ao aumento de preço.

De forma radical, Frankfurter (1999) aponta três problemas do modelo *pássaro na mão*. Primeiramente, se as oportunidades dos investidores são maiores do que as das empresas, por que os gerentes não liquidam a empresa, para que os investidores tenham melhores retornos em qualquer outro investimento? Por que os investidores não vendem suas ações, esquecendo a questão dos dividendos e buscando melhores oportunidades de retornos? Em segundo lugar, a questão de pagar 100% ou 0% de dividendos não significa que exista uma política de dividendos. Por último, porém não menos importante e talvez o mais problemático, temos que o fato de empresas pagarem trimestralmente um percentual fixo, de 0% a 100%, não significa a presença de nenhum critério metodológico.

2.3.1.1 Teoria da irrelevância da política de dividendos

Contrapondo ao modelo do *pássaro na mão* surge o teorema de Modigliani e Miller (1961) sobre a irrelevância da política de dividendos que é a outra parte do estudo sobre a irrelevância da estrutura de capital, dentro de um ambiente de mercado perfeito e de ausência de impostos. Para eles, o acionista deveria ser indiferente entre dividendos pagos e lucros retidos e, assim, como na teoria da estrutura de capital das empresas, Modigliani e Miller defendem a mesma premissa de total independência entre as decisões de investimento, financiamento e da política de dividendos. O fato de uma empresa pagar dividendos ou reter os lucros para reduzir dívidas ou para aplicação em novos projetos de investimento, desde que estejam num ambiente em que haja ausência de impostos e custos de transação, a forma como os lucros são distribuídos aos acionistas, seja em forma de dividendos ou recompra de ações, não afeta acionistas nem o valor das empresas. A política de dividendo é tão somente um veículo do pacote de retorno dos fluxos de caixa da empresa a seus acionistas e tal pacote não tem nenhum efeito sobre o valor de mercado das ações das empresas. O pressuposto é de que há a separação das decisões financeiras da empresa.

O teorema de Modigliani e Miller (1961) sobre a irrelevância da política de dividendo fortalece a idéia de que não haverá nenhuma alteração no valor da empresa nem na riqueza de seus acionistas, seja qual for a política de distribuição de lucros das

organizações. Nesse trabalho sobre independência da estrutura de capital, no qual atacam frontalmente os modelos do *pássaro na mão*, os autores defendem a idéia de que o valor da empresa é determinado apenas pelo retorno proporcionado pelos seus ativos e que os investidores são indiferentes em relação à origem dos lucros a serem distribuídos, seja em forma de dividendos ou de ganhos de capital. No contexto dos autores, os acionistas deveriam ser indiferentes entre a retenção de lucros, pagamento de dividendos ou recompra de ações; os dividendos apenas alteram a forma de acumulação de riqueza sem aumentar essa riqueza.

Mesmo num ambiente de mercado de capitais imperfeito, podemos considerar que a argumentação de Frankfurter (1999) está em linha com a postulação de Modigliani e Miller (1961) de irrelevância da política de dividendos para as empresas. Segundo o autor, se o investidor está buscando retirar periodicamente uma parcela do seu investimento na forma de dividendos, significa que ele não acredita ou não tem plena convicção de que a empresa possa remunerá-lo melhor do que alternativas do mercado. Assim, seria melhor que o investidor buscasse melhor aplicação para seus recursos, sem se preocupar com a política de dividendos da empresa. Um ajuste poderia ser feito pelo investidor, no momento do recebimento de dividendos, quando ele compraria mais ações da empresa, aumentando a sua propriedade dentro da organização. Dessa forma, podemos inferir que qualquer percentual dos lucros retidos para pagamento de dividendos não valida de forma lógica tal pagamento, obviamente, desprezando os efeitos que possam causar no preço das ações da empresa que distribua seus lucros.

Ponderando em favor da irrelevância da política de dividendos, Ross, Westerfield e Jaffe (1995) afirmam que, se o investidor não estiver em concordância com a política de dividendos adotada pela empresa, ele mesmo pode definir a sua própria política de dividendos – desconsiderando custos de transação –, comprando mais ações com o dinheiro recebido ou vendendo parte de suas ações, caso o pagamento seja insuficiente para atender suas expectativas.

As principais críticas ao modelo de Modigliani e Miller (1961) estão vinculadas ao ambiente de mercado perfeito. Em um mundo real, empresas e investidores pagam

seus impostos, gerentes contam com informações privilegiadas sobre os projetos das empresas, e outras interferências ocorrem que alteram o valor da empresa via política de dividendos.

2.3.1.2 Teoria residual

A teoria residual diz respeito ao pagamento de dividendos apenas como um resíduo dos lucros das empresas, após a tomada de decisão sobre os novos e/ou necessários investimentos para a seqüência das operações. Elas pagariam dividendos se, e somente se, não houvesse nenhum projeto de investimento de VPL positivo. Havendo tais projetos, os ganhos futuros deveriam ser priorizados, ou seja, haveria distribuição de resultados apenas depois de empreendidas todas as oportunidades aceitáveis de investimento por parte da empresa. Segundo Weston e Brigham (2000), a teoria residual se baseia no fato de os investidores preferirem a empresa como agentes do seu capital, retendo e reinvestindo lucros toda vez que o retorno sobre o capital reinvestido fosse superior ao retorno que os investidores poderiam conseguir em aplicações de risco comparável.

Apesar de diversos autores defenderem a idéia de que pagar dividendos deva ser o último objetivo dos gerentes de empresa, discute-se o fato de que investidores compram ações com o objetivo de receber dividendo. Porém, como observado pela teoria residual, deve-se observar quando o investidor tem melhores oportunidades que a empresa e vice-e-versa.

2.3.2 Abordagens sobre as imperfeições do mercado

As abordagens modernas de finanças consideram os aspectos práticos do mundo real, abordando os conflitos de interesses entre gerentes e investidores: analisando as razões pelas quais a corporação paga dividendos, mesmo que isso possa representar uma desvantagem tributária para o recebedor do benefício; observando como a política de dividendos de uma organização emite sinais para o mercado. Essas abordagens retratam a busca do equilíbrio das empresas e indivíduos entre ganhos e perdas, quando incorrerem em custos adicionais para o monitoramento

dos agentes e podem levar à perda de oportunidades em bons projetos de investimentos. Claro está que uma consequência disso seria a redução da remuneração do capital investido no negócio, que adviria da distribuição de resultados (dividendos e juros sobre capital próprio).

Observamos que, ao falar sobre as imperfeições dos mercados de capitais, estamos de fato tratando dos aspectos humanos das pessoas, sejam elas investidores, gerentes ou empresas. Enfim, partimos do pressuposto de que as empresas são formadas pelas pessoas que as compõem e, isso posto, a origem dos conflitos estaria exatamente nos fatos de que: investidores têm níveis diferentes de aversão a risco e sobre eles são aplicadas diferentes alíquotas de imposto de renda individual; os conflitos entre gerentes e acionistas estão relacionados aos interesses individuais de cada um deles; o nível diferenciado de informações faz com que surja problema de assimetria informacional; a disputa pelo controle corporativo é uma disputa de poder, muitas vezes irracional e por vaidade; a escolha por uma hierarquização das fontes de recursos passa por incertezas em termos de fracasso pessoal do administrador e em detrimento do investidor.

Frankfurter (1999) aponta Shiller (1984) como um dos pioneiros a se preocupar com o comportamento do investidor enquanto influenciado por normas e atitudes da sociedade. Shiller⁸, *apud* Frankfurter (1999), afirma que falta habilidade e conhecimento aos economistas financeiros sobre comportamento humano e que é preciso modelar atitudes e comportamentos e enriquecer a teoria existente e talvez desenvolver uma teoria específica para explicar tais preferências dos investidores. Essa afirmação está em linha com o pensamento de Myers (1996) se referindo ao quebra-cabeças dos dividendos, no qual o autor afirma que somente entenderíamos o referido quebra-cabeças quando tivéssemos uma abrangente e definitiva teoria de agência.

2.3.2.1 Modelos de sinalização de dividendos

⁸ SHILLER, Robert J. Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 457-510, 1984.

Segundo Mann (1989), a sinalização com dividendos com o objetivo de propiciar avaliações corretas acerca do valor intrínseco de empresas surge como veículo para reconciliar a teoria aos resultados empíricos obtidos com os modelos de informações completas, em resposta à literatura empírica que documenta os movimentos de preço das ações em torno do anúncio de dividendos. Modigliani e Miller (1961) foram os primeiros a sugerir a possibilidade de que a informação sobre lucros futuros poderia ser conduzida por meio dos anúncios de dividendos e, em seu modelo, o anúncio de dividendos é exógeno (de fora) enquanto nos modelos de sinalização de dividendos mostra o efeito desse anúncio endógeno (de dentro).

A informação contida nos dividendos declara que os dividendos são usados pelas empresas com um instrumento de sinalização. Nessa direção, o modelo de Ross (1977) relaxa a premissa de informação completa, observada no modelo de irrelevância de dividendos proposta por Modigliani e Miller (1961), admitindo que os gerentes (*insiders*) dispõem de informações acerca dos projetos de investimento das empresas e que conduzem informações para o mercado. Os incentivos gerenciais são desenhados de maneira que as empresas que tenham projetos de VPL negativo não emitirão sinais falsos ao mercado, concordando-se ainda que os gerentes não comercializam seus títulos como forma de estabelecer uma sinalização de equilíbrio.

Bhattacharya (1979) desenvolveu um modelo de sinalização de dividendo bastante similar ao modelo de Ross (1977), principalmente com relação à estrutura de custos da empresa. Nesse modelo, a informação privada refere-se ao fluxo de caixa projetado gerado pelos ativos em operação, sendo sinalizada a rentabilidade desses ativos. É admitido ainda que a vida útil dos ativos em operação é mais longa que o horizonte de tempo do investidor e que, como resultado, a posse pelos direitos aos fluxos de caixa gerados por esses ativos será passada para a próxima geração de investidores. O custo de sinalização do dividendo será a penalidade imposta pelos ganhos de capital dos dividendos e, nesse caso, as empresas com rentabilidade menor sobre ativos não emitirão sinais falsos, uma vez que incorreriam em custos adicionais caso necessitassem levantar fundos para financiar os dividendos. Como resultado, o modelo sugere que, quanto mais curto o horizonte de tempo, maior e mais rápido acontecerá o pagamento de dividendos.

John e Williams (1985) desenvolveram um modelo de sinalização de dividendos, também utilizando os custos impostos pelos ganhos de capital como custo de sinalização. No modelo, os gerentes escolhem um nível de investimento I e um dividendo D , em que os recursos para I e D são obtidos do caixa gerado pela empresa C ou pelas novas emissões de ações N . As novas ações são vendidas ao

preço ex-dividendo, P_e . A equação abaixo deve ser satisfeita:

$$D + I = C + P_e N$$

John e Williams (1985) apuram a informação privada via valor presente do fluxo de caixa dos investimentos X . Os gerentes conhecem o valor de X e agem de acordo com os interesses dos acionistas correntes, com a intenção de informar ao mercado esse valor de X com o objetivo de motivar o aumento no preço do valor da empresa. Eles somente anunciarão dividendos se o fluxo de caixa gerado na operação C exceder a demanda por fundos para os novos investimentos da empresa. Dessa forma, o valor da empresa crescerá à medida que os investidores externos perceberem o relacionamento entre o dividendo e as informações internas. O equilíbrio é dado pelo aumento no valor da empresa equivalente ao maior volume de impostos pelos investidores individuais. As empresas que emitirem sinais positivos deverão pagar grandes quantias de dividendos e verificar aumento no seu valor de mercado. Os impostos e outros custos de sinalização são necessários ao estabelecimento do equilíbrio ao modelo.

Por seu lado, Mann (1989) aponta algumas limitações e possíveis extensões ao modelo de sinalização de dividendos de John e Williams (1985), a saber:

- ✓ a empresa é financiada apenas com a emissão de ações. Como consequência, os problemas acerca da estrutura de capital são abandonados;
- ✓ a empresa que anuncia dividendo pode emitir ações ao mesmo tempo;

- ✓ a empresa pode pagar dividendos e ter uma clientela demandando pela liquidação da mesma;
- ✓ todos os acionistas acatam a homogeneidade pela demanda por uma liquidação e têm as mesmas alíquotas de imposto de renda.

Vários estudos têm mostrado que os investidores reagem a anúncios que embutem mudanças inesperadas nas políticas de dividendos das empresas, observando-se que variações inesperadas nos preços das ações associam-se igualmente com variações em dividendos e vice-versa. A hipótese mais adequada para explicar tal fenômeno é a do conteúdo de informações ou hipótese de sinalização dos dividendos. Se os gerentes forem relutantes em cortar dividendo, então as empresas aumentarão os dividendos apenas quando acreditarem que os fluxos de caixa futuros serão suficientes para manter o dividendo num patamar mais alto. A implicação é de que aumentos inesperados de dividendos deviam representar informações positivas sobre as perspectivas da empresa e deveriam ser associadas a um aumento em preços das ações, afirma Mann (1989).

Gonedes (1978) encontrou resultados contrários à hipótese do conteúdo de informações de dividendos. O autor examinou o conteúdo de informações de dois potenciais sinalizadores corporativos: mudanças na política de dividendos e a receita de vendas. Ele utilizou uma amostra de 285 empresas no período de 1946 a 1972, controlando as diferenças de risco pelo modelo Capital Asset Pricing Model – CAPM. Os resultados obtidos indicaram que mudanças na política de dividendos não refletem mais informações ao mercado do que a sinalização da receita de vendas.

Segundo Damodaran (2002), várias conclusões podem ser obtidas do exame das políticas de dividendos praticadas pelas empresas nos Estados Unidos nos últimos anos. A primeira conclusão é de que os dividendos tendem a acompanhar a receita de vendas, conforme observado por Gonedes (1978). A segunda é de que as empresas são relutantes em alterar suas políticas de dividendos, consistente com a observação de Man (1989). A terceira conclusão é a de que os dividendos tendem a

seguir uma rota muito mais uniforme do que os lucros. Por último, a política de dividendos tende a acompanhar o ciclo de vida de uma empresa, em função da taxa de crescimento, fluxos de caixa e da disponibilidade de projetos.

A idéia comum presente nos estudos de Bhattacharya (1979), John e Willians (1985), Miller e Rock (1985) e Ambarish, John e Williams (1987) é de que a popularidade da sinalização dos dividendos como sendo um indicador de boa performance e de ganhos futuros das empresas – e para explicar o tal quebra-cabeças –, acontece desde que as empresas estejam experimentando aumento de preço de suas ações. Porém, quando as empresas cortam dividendos, o preço da ação acompanha o dividendo, apontam Asquith e Mullins (1983). O estudo de DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1996) e também o de Benartzi, Michael e Thaler (1997) trazem resultados de pesquisas empíricas recentes dando conta de que os dividendos correntes não evidenciam o crescimento dos resultados futuros das empresas.

Para Black (1976), os gerentes de corporações tendem a anunciar as boas notícias rapidamente e retardar ao máximo o anúncio de más notícias. Assim, os investidores sempre suspeitarão do que dizem tais gerentes e, nesse contexto, a política de dividendos sinaliza aquilo que os gerentes não disseram explicitamente. Uma coisa é certa, os gerentes são resistentes em alterar a política de dividendos, somente os aumentando caso as perspectivas futuras sejam promissoras; cortando-os, em caso contrário. Admitindo-se que as previsões dos gerentes sejam confiáveis, a política de dividendos das empresas conduz a um bom nível de informação aos investidores externos. Assim, um corte no dividendo faz com que a ação daquela empresa sofra uma queda e vice-versa. No caso de as empresas cortarem dividendos para evitar impostos aos acionistas, as ações tendem a cair temporariamente, mas voltam aos mesmos patamares em que se encontravam anteriormente, como se eles tivessem sido mantidos ou mesmo aumentados. O autor afirma que, mesmo diante do exposto, as mudanças nas políticas de dividendos das empresas não conseguem explicar a razão pela qual se pagam os dividendos.

2.3.2.2 Efeitos dos custos de transação e impostos na política de dividendos

Grinblatt e Titman (1998) afirmam que qualquer discussão sobre uma reforma tributária sempre irá incluir na pauta a discussão sobre a tributação *em cascata* dos lucros das empresas, quando transferida aos seus acionistas: as empresas pagam impostos sobre os lucros, e os acionistas pagam impostos sobre dividendos originados da mesma fonte de receita original.

Um investidor que detenha ações de empresas que não pagam dividendos pode, às vezes, necessitar de algum dinheiro em caixa. Nesse caso, as próprias ações poderiam servir-lhe como garantia em um empréstimo, embora deva sempre haver um custo de transação qualquer que tanto será mais importante quanto menor a quantia demandada. Diante disso, algum investidor poderia querer receber dividendo das empresas. Contudo, Black (1976) afirma que esse argumento não tem substância, pois, se os investidores estão preocupados com custos de transação, as empresas que não pagam dividendos poderiam criar mecanismos de recompra periódica e automática de ações. Mesmo em caso de a legislação proibir a recompra por parte das empresas, tais ações poderiam ser vendidas em blocos no mercado aberto, concluindo que nem mesmo os custos de transação nos dizem muito acerca das razões de as corporações pagarem dividendos.

A questão dos impostos na política de dividendos envolve basicamente duas abordagens, afirma Mann (1989). Primeiro, temos os indivíduos com altas e baixas alíquotas de impostos que concentram seus *portfólios* em títulos de baixo e alto rendimento, como resultado do diferencial de impostos entre dividendos e ganhos de capital. Segundo, em que medida os impostos influenciam a relação entre rendimento do dividendo e o valor de mercado de seu patrimônio. Se o rendimento de dividendo afeta valor ou o retorno, deve ser o caso de investidores preferirem um rendimento certo, devido as suas alíquotas de impostos. O fato é que não podemos negar a importância dos impostos para os investidores.

Num cenário em que os dividendos são taxados para a maioria dos investidores mais fortemente que os ganhos de capital e considerando que os ganhos de capital

somente serão taxados somente quando da efetiva realização dos lucros, a empresa que distribua dividendo será menos atrativa se comparada à outra que não os distribua. Diante dos impostos, nem os investidores nem as empresas serão indiferentes ao nível de dividendos, preferindo baixos níveis de pagamentos de dividendos ou mesmo nenhum dividendo, acentua Black (1976).

Um exemplo do exposto acima, de como os impostos afetam a política de distribuição de dividendos, pode ser verificado no estudo de Brealey e Myers (1998), quando da experiência canadense de tributar os ganhos de capital e reduzir as alíquotas sobre os dividendos. Os autores verificaram um aumento significativo no índice de pagamento de dividendos (*payout*).

Segundo Grinblatt e Titman (1998), os impostos pessoais exercem um peso profundo na escolha de uma empresa entre pagar dividendos e recomprar ações. Uma vez que ambas as estratégias são idênticas, a diferença entre os dois métodos é apenas o valor do imposto a pagar de cada indivíduo. Enfim, quando analisamos pagamentos de dividendos passíveis de tributação, sugere-se que as ações com altos rendimentos de dividendos deveriam oferecer retornos esperados mais altos para atrair investidores pagadores de impostos.

Historicamente, ações com altos rendimentos de dividendos tiveram retornos mais altos do que as ações com baixo rendimento de dividendos, embora não se deva concluir daí que os prêmios em termos de retornos representem uma compensação para os dividendos com impostos, uma vez que as políticas de dividendos estão altamente correlacionadas com cruzamento de políticas de investimento. É também bastante provável que as políticas de dividendos estejam altamente correlacionadas com riscos sistemáticos e, assim sendo, fica muito difícil ou mesmo impossível saber se ações com altos rendimentos de dividendos exigem taxas mais altas de retorno porque essas ações têm desvantagens tributárias ou se recebem taxas mais altas de retorno porque, de alguma maneira, estão mais expostas a riscos. As ações com altos ganhos de dividendos são fundamentalmente diferentes das com baixos ganhos de dividendos em termos de suas características e seus perfis de risco, sendo

extremamente difícil avaliar se a relação entre ganhos de dividendos e expectativa de retornos é devido aos impostos ou aos riscos.

Prochanoy (1995) estudou o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, realizando uma pesquisa no Brasil, no período de 1988 e 1989, quando houve mudanças na legislação tributária que fez com que os impostos recaíssem sobre os ganhos de capital e reduziu a zero a alíquota sobre os recebimentos de dividendos. O autor utilizou a política de dividendos das empresas, como instrumento de medida, constatando que o aumento no pagamento de dividendos indicava que a tributação era considerada fator relevante pelas empresas.

2.3.2.3 Efeito clientela sobre dividendos

O tema de impostos nos remete diretamente às clientelas de dividendos, termo este que se refere ao fato de que investidores selecionam as empresas a investir em função da política de dividendos das mesmas, observando as categorias de impostos. Esse tipo de problema foi modelado por Miller (1977), ao dizer que por meio da política de dividendos, as empresas aproximam ou afastam determinada clientela de investidores. De fato, há distintos interesses e utilizações de dividendos para diferentes públicos de investidores das empresas. Em primeiro lugar, temos aquele tipo de investidor que deseja um rendimento trimestral – a forma mais comum de pagamento de dividendos nos Estados Unidos –, aquele que necessita de recursos de curto prazo para honrar compromissos cotidianos. Outro exemplo nos é oferecido pelos fundos de pensões, decididamente uma classe de investidor que não pode ser desprezada seja onde for, pelo crescente volume de negócios que movimentam pelo mundo afora. Um terceiro tipo de investidor tem o propósito de não receber dividendos, pois não tem necessidade de ganhos contínuos. Esse prefere que a empresa invista os recursos, que seriam destinados aos pagamentos de dividendos, em projetos com taxa de retornos maiores do que os próprios dividendos, uma vez que ele, sozinho, não tem melhores condições de fazê-lo. Por tal motivo, delega à empresa a responsabilidade de investir e de remunerar seu capital.

Uma política ótima de dividendos é o que todos os gerentes buscam, como forma de

agradar a um maior número de investidores ou àqueles mais poderosos e proeminentes. Normalmente, uma política de dividendos é definida para atrair um maior número de investidores, e o dilema é o de saber qual a melhor política. Uma política de dividendos que seja ótima deve levar em consideração o equilíbrio entre pagamento de dividendos de forma corrente e também o crescimento futuro da empresa, refletindo um crescimento do preço das suas ações. Segundo Black (1976), talvez as corporações paguem dividendos para encorajar outros investidores a comprarem suas ações, quando da emissão de novos lotes.

Enquanto alguns investidores gostam de dividendos, em outro extremo estão empresas como a Microsoft, que não pagam dividendos e, nem por isso, seus acionistas parecem estar insatisfeitos com a política adotada. Se levarmos em conta a diversidade de acionistas, verificaremos que esses acionistas tendem a investir em empresas cujas políticas de dividendos se associem com suas preferências. Assim, Damodaran (2002) define efeito clientela de dividendos como sendo a tendência de investidores em comprar ações de empresas que tenham políticas de dividendos que assimilam suas preferências por dividendos altos, baixos ou nulos. O autor exemplifica o efeito clientela apoiando-se em pesquisas empíricas, nas quais acompanhou as carteiras de 914 investidores para observar os efeitos das faixas de impostos nas mesmas. A pesquisa comprovou que os investidores mais velhos e mais pobres tinham maior probabilidade de investir em ações com pagamento de dividendos elevados, enquanto os investidores mais jovens e mais ricos preferiam o contrário.

2.4 Formas de distribuição de resultados aos acionistas

Durante os anos sessenta e setenta, nos Estados Unidos, os dividendos chegaram a ser tributado em alíquotas de até 70%, bem acima da taxação de ganhos de capitais. Mesmo assim, os dividendos eram pagos a clientelas renitentes, como nos mostra Grinblatt e Titman (1998). No mesmo período citado acima, Black (1976) afirma ter havido outras formas de retorno de caixa geradas pelas empresas para

seus acionistas. Segundo o autor, a forma mais óbvia era a empresa recomprar

parte de suas ações, vislumbrando a vantagem tributária dos ganhos de capital frente aos dividendos.

Para a grande maioria dos investidores pagadores de impostos sobre recebimento e dividendos, a recompra de ações mostra-se como a alternativa mais racional. Porém, existe aquele investidor isento de imposto, que prefere receber as distribuições de caixa em forma de dividendos em função de seus custos de transação serem mais baixos. Para os gerentes, os impostos e os custos de transação pessoais são os argumentos perfeitos para que eles gerem internamente capitais mais baratos que a geração externa. Dessa forma, os custos dos impostos e os de transação afetam a forma com que as empresas são financiadas e também como as escolhas de investimentos são feitas. Reter dividendos significa executar projetos de VPL até mesmo negativo.

Quando nos referimos à política de dividendos, estamos, na verdade, avaliando as formas possíveis, usuais e adequadas de distribuição do caixa das empresas a seus acionistas. Durante muitos anos, o pagamento de dividendos foi a forma encontrada pelos gerentes para distribuir caixa aos seus acionistas. Entretanto, estudos mais recentes mostram que dividendos, desde 1980, vêm perdendo espaço para outros mecanismos de distribuição de resultados a acionistas. Segundo Bagwell e Shoven (1989), tal comportamento é um reflexo de um melhor alinhamento com a política das finanças corporativas e, nessa linha, torna-se inviável considerar os dividendos a única ferramenta para fins de distribuição aos acionistas.

A afirmação de que em um ambiente perfeito (ou seja, na inexistência de impostos e custos de transação), a distribuição de lucros aos acionistas, via pagamento de dividendo, comparativamente à retenção de lucros para reinvestimento, não expressa qualquer informação aos acionistas, leva-nos a concluir que o dividendo a ser pago não afetará o valor da empresa. Naturalmente, isso depende da existência de projetos de investimentos com VPL positivo, que poderiam ser financiados com lucros retidos. Na inexistência de projetos de investimento com VPL positivo, o de-

sem bolso deveria ser feito.

Para Grinblatt e Titman (1998), num cenário cujas escolhas por investimentos e a taxa de alavancagem são constantes, a única alternativa plausível para pagar dividendos é a empresa usar os lucros disponíveis para a recompra de ações. A maior parte da literatura acadêmica sobre política de dividendos considera os aspectos positivos e também os negativos dessa política. Dando lugar ao pagamento de dividendos, os autores consideram a recompra de ações a melhor alternativa para a grande maioria dos investidores. No entanto, há clientelas de investidores – como os de fundos de pensões, isentos de impostos –, com necessidade de ter um fluxo de entradas constantes, que irão preferir a distribuição de lucros via pagamento de dividendos, ainda que, devido a questões de isenção tributária, ela pudesse permanecer indiferente à recompra de ações ou ao recebimento de dividendos.

Bagwell e Judd (1988) compararam o efeito do pagamento de dividendos e o da recompra de ações na distribuição da propriedade nas empresas. Eles concluíram que o fato de o pagamento de dividendos deixar a estrutura de propriedade intacta e a recompra de ações alterar tal estrutura, pode estar aí a razão de os gerentes preferirem o pagamento de dividendos como forma mais adequada de distribuição de caixa, mesmo com a presença da desvantagem tributária dos dividendos em relação à recompra.

As autoras identificaram que a primeira grande recompra de ações por uma grande empresa aconteceu em 1977, quando a IBM recomprou US\$ 1,4 bilhões. A partir de então, tal modalidade de distribuição de lucros aos acionistas tem crescido substancialmente.

Bagwell e Shoven (1989) afirmam que, diante das proposições de que a premissa de Modigliani e Miller (1961) de mercado perfeito não é real, vários economistas vêm organizando estudos para explicar as razões pelas quais subsistem várias formas de distribuição de caixa para os investidores/acionistas, tais como dividendos, recompra

de ações, fusões e aquisições e ganhos de capitais sobre o preço de ações, principalmente quando se considera o imposto pessoal. Uma outra razão levantada

pelas autoras para apego dos gerentes aos pagamentos de dividendos em lugar de recompra de ações baseia-se no fato de que o mercado poderia não interpretar corretamente a sinalização da recompra. Entretanto, com a crescente familiarização dessa via distributiva, tal preconceito deve desaparecer.

Mostram-nos Bagwell e Shoven (1989) que, apesar de estudos empíricos apontarem que nos Estados Unidos há uma tendência à criação de formas alternativas de distribuição de lucros, um grande volume de dividendos continua sendo pago por várias empresas. Ainda mais, existe uma grande dificuldade em explicar o porquê de as empresas pagarem tanto na forma de dividendos tributáveis em vez de readquirir ações para aumentar o valor patrimonial de seus acionistas. Entende-se que a tendência dessas organizações é a de continuar com tal política de pagamento de grande volume de dividendos, uma vez que, para os gerentes, quando anunciam tal pagamento, há aumento do preço das ações. Apesar de alguns autores não atribuírem tal elevação do preço das ações aos aumentos do volume de dividendo pago, eles de fato acontecem. Em linha com o exposto, argumentam Feldstein e Green (1983) que a única explicação racional para o pagamento de dividendos tributáveis é a existência de uma separação entre propriedade e gerenciamento nas empresas.

Black (1976) faz a assinalação de que uma empresa pode pagar dividendos em vez de investir esse recurso na operação corrente da mesma. Isso pode ser verificado quando a empresa que paga dividendos constantemente vai ao mercado à procura de dinheiro novo. Não havendo nenhuma razão especial para o pagamento dos dividendos, cortá-los seria mais racional, uma vez que a retenção dos lucros será a fonte de recurso mais barata face às demais fontes de recursos. Dessa forma, além do financiamento mais barato, a empresa estará economizando taxas e comissões relativas aos empréstimos e financiamentos, remunerando ainda mais o capital investido, caso o faça sobre projetos de VPL positivo. Na hipótese de a empresa não ter projetos de VPL positivo, os dividendos devem ser mantidos.

2.5 Dividendos no contexto brasileiro

A chamada Lei das Sociedades Anônimas por Ações – Lei n. 6.404 de 1976 –

regulamenta a distribuição de dividendos no Brasil. Essa lei determina a distribuição de um dividendo mínimo obrigatório. Já legislação vigente do imposto de renda é que determina qual a forma de tributação sobre os ganhos de capitais e sobre as formas de distribuição de resultados aos acionistas, sejam eles pessoa física ou jurídica.

A instituição dos juros sobre o capital próprio investido nas empresas, pela Lei n. 9.249/95, cria uma novidade tributária que também pode ser considerada como mais um problema de agência no mercado brasileiro. Embora os juros sejam dedutíveis da base do imposto de renda a pagar pelas empresas, o investidor é tributado em 15% sobre o valor recebido, recebendo apenas 85% do valor recebido a título de juros sobre capital próprio, enquanto o pagamento a título de dividendos estaria isento desse imposto. Dessa forma, não existirão investidores mais ou menos propensos a investir em empresas que pagam juros sobre capital próprio em vez de dividendos.

2.5.1 Dividendo obrigatório

Fundamentalmente, com a preocupação de proteger o acionista minoritário, a Lei das Sociedades Anônimas por Ações – Lei n. 6.404/76, art.202, estabelece que os acionistas têm direito ao recebimento de um dividendo obrigatório em cada exercício social. O dividendo obrigatório pode apresentar-se como dividendo estatutário ou como dividendo legal. O dividendo estatutário é aquele previsto de forma clara no estatuto da sociedade, porém, a determinação de uma política de dividendos é fixada pela empresa.

Na ausência de disposições estatutárias, o dividendo obrigatório deverá ser os dividendos legais, compostos pela metade do lucro líquido depois de ajustes. O dividendo obrigatório nunca poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, cujo

cálculo também se prevê na mesma lei. A exigência de que, no mínimo 25% do lucro líquido ajustado fosse pago a título de dividendos aos acionistas, era uma condição do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES – para que

ele participasse como acionista das companhia que lhe solicitasse ajuda financeira.

As ações do tipo preferencial – sem direito a voto – passam a ter o direito voto nas assembléias – prerrogativa das ações do tipo ordinária – quando caracterizar o não pagamento de dividendos durante três exercícios sociais consecutivos, perdurando enquanto o dividendo não for pago. Entretanto, essas ações não se convertem em ações ordinárias.

Alterações estatutárias para modificação da política de dividendos estão previstas em lei, desde que aprovada, no mínimo, por metade das ações representadas com o direito de voto na Assembléia Geral Extraordinária – AGE – da companhia.

Uma outra situação prevista em lei é a do não pagamento em nenhuma das categorias de dividendos obrigatórios, desde que a administração da companhia apresente na AGE, comprovação da dificuldade financeira para a não efetivação da obrigação e anuêncio do conselho fiscal para tanto. Essa parcela de lucros não distribuída deverá ser registrada como uma *reserva especial* e, caso não seja absorvida por prejuízos nos exercícios sociais subsequentes, terá que ser distribuída, na forma de dividendos, quando a situação financeira da companhia assim o permitir.

2.5.2 Tributação sobre dividendos no Brasil – Breve cronologia

A legislação vigente do imposto de renda é que determina qual a forma de tributação sobre os ganhos de capitais e sobre as formas de distribuição de resultados aos acionistas, sejam eles pessoa física ou jurídica. Essa legislação vem sofrendo alterações ao longo dos anos. Dependendo da imposição tributária, os ânimos dos investidores também são alterados com relação à disposição em investir ou não no mercado de capitais brasileiro. À medida que as alterações vão ocorrendo, é possível verificar mudanças nas preferências por fontes de financiamento da empresas, o que demanda dos gerentes agilidade na percepção das consequências dessas alterações.

Resumimos as alterações ocorridas na legislação tributária nas últimas duas décadas do século passado até os dias de hoje, atendo-nos aos impactos na distribuição de resultados:

- ✓ em 1980, pelo Decreto-Lei n. 1.790, os dividendos distribuídos pelas companhias abertas às pessoas físicas ficaram sujeitos à tributação à alíquota de 15%, a título de imposto de renda retido na fonte. A mesma distribuição de dividendos das companhias fechadas seriam tributadas à alíquota de 25%;
- ✓ em 1983, pelo Decreto-Lei n. 2.065, o dividendo distribuído pelas pessoas jurídicas ficava sujeito à tributação à alíquota de 23%;
- ✓ até 1988, os dividendos eram tributados pela legislação do imposto de renda, à alíquota de 15%, enquanto os ganhos de capital estavam isentos de tributação. A partir do exercício social de 1989, com a Lei n. 7.713, instituiu-se o Imposto sobre o Lucro Líquido – ILL. A distribuição era taxada na alíquota de 8%, independentemente do volume distribuído. Para o acionista – pessoa física –, o imposto era devido exclusivamente na fonte, sem a possibilidade de compensação futura. No caso de o acionista ser uma pessoa jurídica, a compensação poderia ser feita sobre o lucro daquela entidade;
- ✓ a Lei n. 8.014/90 institui a vigência do imposto de renda sobre os ganhos de capitais, a partir do exercício social de 1991, para todos os investidores. Essa lei estendia alcance do disposto na Lei n. 7.799/89, art. 55, também para os investidores pessoa física em operações efetuadas nas Bolsas de Valores;
- ✓ valendo para o exercício social de 1993, a legislação do imposto de renda extingue a cobrança do ILL. Os resultados distribuídos naquele ano deixaram de ser tributados, embora os residentes e domiciliados no exterior continuassem afeitos ao imposto, à alíquota de 15%;

- ✓ em 1994 e 1995, novamente os dividendos passam a ser tributados e à alíquota de 15%. Entretanto, os ganhos de capital não foram isentados, incidindo sobre eles a alíquota de 10%, conforme a Lei n. 8.849/94 e Lei n.9.064/95;
- ✓ a partir do exercício social de 1996, uma novidade foi trazida pela Lei n. 9249 de 1995, qual seja, a da figura dos *juros sobre o capital próprio*, o que significou nova possibilidade de a empresa remunerar seus investidores. A referida lei autoriza a empresa a deduzir da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social (a partir do exercício social de 1997), quando da apuração dos lucros, feitas na modalidade de lucro real, os juros pagos ou creditados a titular, sócios ou acionistas, como remuneração pelo investimento. Ficou mantida a taxação de 10% sobre os ganhos de capital, caracterizados como transações de renda variável;
- ✓ a Lei n. 9.249/95 abre a possibilidade da dedutibilidade dos juros sobre o capital próprio do valor total dos dividendos a ser distribuído. Conforme o § 7º art. 9º da mesma Lei, é possível a substituição do dividendo mínimo obrigatório pelos juros sobre o capital próprio. Dessa forma, verifica-se uma redução da carga tributária total das empresas. Entretanto, a lei não dispensa a tributação sobre esses juros, à alíquota de 15%, mesmo quando esses são pagos a título de dividendo mínimo obrigatório. Caso o beneficiário seja uma pessoa física, o imposto deverá ser considerado como de tributação definitiva, não cabendo nenhuma compensação futura.

Segundo especialistas, a Lei n. 9.249/95 tinha como objetivo acabar com as fraudes fiscais que consistiam em revelar lucros nos demonstrativos contábeis como se fossem do exterior, embora auferidos de fato no Brasil. Até o advento da referida Lei, os lucros auferidos no exterior não eram tributados no Brasil, mas, como eram informados nos balanços patrimoniais das empresas, eles aumentavam o patrimônio, ao mesmo tempo em que eram excluídos do lucro tributável.

2.5.3 Os juros sobre o capital próprio

Estimulando o reconhecimento de resultados no Brasil e objetivando reduzir os efeitos da revogação da correção monetária de balanço, conforme artigo 4º da Lei n 9.249, de 26.12.95, criou-se uma nova forma de remuneração aos acionistas, que consiste na aplicação de juros sobre o capital próprio das empresas. Esses são calculados sobre as contas do patrimônio líquido, limitados à variação da Taxa de Juros de Longo prazo – TJLP –, deduzindo o valor calculado do lucro real, quando do cálculo do pagamento do imposto de renda das empresas. Entretanto, essa remuneração dos acionistas deve estar condicionada à existência de lucros no exercício fiscal, lucros acumulados e reservas de lucros. O valor dos juros calculados deve ser igual ou superior ao valor em dobro dos juros a serem pagos ou creditados.

O art. 9º, em conjunto com a instrução normativa da SRF n. 11 e a deliberação CVM n 207 tem-se a definição do pagamento de juros sobre o capital próprio aos acionistas, como se fossem dividendos. Dessa forma, esses juros servem como redutor dos efeitos da revogação da correção monetária de balanço e também como um benefício às empresas, na medida em que reduzem a base de cálculo do imposto de renda.

O pagamento de juros sobre o capital próprio independe da performance da empresa naquele exercício fiscal. Os juros são distribuídos com base nas reservas de lucros da empresa, geradas em exercícios fiscais anteriores e, se a empresa tem reservas de lucros e caixa disponível, ela pode distribuir esses lucros aos seus acionistas na forma de juros sobre capital próprio.

Pagando dividendos a título de juros sobre capital próprio, as empresas obtêm a vantagem de que tal pagamento é considerado como despesa financeira do exercício e, consequentemente, maiores essas despesas, menores o lucro tributável e o imposto de renda a pagar. Assim, a empresa gera mais recursos para, por exemplo, serem distribuídos mais rendimentos aos acionistas.

Quando reconhecemos o custo do capital investido, estamos de fato conciliando o que chamamos de lucro contábil e lucro econômico, uma vez que o lucro registrado pela empresa deve ser aquele lucro produzido depois de descontado toda a remuneração das fontes de recursos. A adoção desse procedimento traz o equilíbrio contábil e econômico, na medida em que, assim como os capitais de terceiros tinham seus custos devidamente registrados contabilmente, os capitais próprios passam a gozar da mesma prerrogativa.

Alguns critérios devem ser observados antes da adoção do procedimento do cálculo dos juros sobre o capital próprio, a saber:

1. a reserva de reavaliação não realizada, mesmo que capitalizada, deve estar excluída do cálculo dos juros sobre o capital próprio;
2. a dedutibilidade dos juros está limitada a 50% do lucro contábil do referido exercício fiscal ou da soma dos lucros acumulados e das reservas de lucros;
3. pelo regime de competência, a empresa recebedora dos juros os contabilizará como receita financeira na data em que a empresa pagadora os creditar, mesmo que o pagamento ocorra posteriormente;
4. os juros sobre o capital próprio estarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte na alíquota de 15%, devendo ser recolhido até o terceiro dia útil da semana subsequente ao efetivo pagamento;
5. se o beneficiário for uma pessoa física, esta tributação é definitiva. Sendo o beneficiário uma pessoa jurídica, a tributação poderá ser considerada como uma antecipação de imposto de renda, cabendo o ajuste ao final do exercício fiscal;
6. o montante pago a título de juros sobre capital próprio pode ser deduzido quando da apuração do lucro real da empresa, reduzindo, assim, a base de cálculo do imposto de renda das empresas que utilizam esta modalidade de remuneração

aos seus acionistas.

Vale ressaltar que, apesar da evidente vantagem da adoção do cálculo dos juros sobre o capital próprio para a empresa, tal fato não se mostra assim tão alvissareiro para os acionistas preferenciais, os quais não terão interesse na distribuição de resultados que representam redução de valor de dividendos a serem pagos, além de sofrerem a incidência de tributação de imposto de renda à alíquota de 15%. Por seu lado, tais argumentos não se aplicam aos acionistas ordinários, para os quais não cabem as queixas formuladas acima. De qualquer forma, deve-se assinalar que o pagamento dos juros sobre o capital próprio altera o direito ao recebimento dos dividendos de que trata o artigo 202 da Lei n. 6.404/76.

2.5.3.1 Contabilização dos juros sobre capital próprio

Os juros sobre o capital próprio pago ou creditado, para efeito da dedução quando da apuração do lucro real, é regido pelo parágrafo único do artigo 30 - Instrução Normativa n. 11/96. Ademais, mesmo que imputados aos dividendos ou quando creditados em uma conta específica de reserva, deve ser registrado em contrapartida a despesas financeiras por causa da isonomia de tratamento entre capital de terceiros e capital próprio, em termos da dedutibilidade da remuneração. Isso significa que os juros têm a mesma natureza de despesas financeiras.

Os juros pagos a título de remuneração de capital próprio devem ser registrados diretamente na conta de *lucros acumulados*, sem alterar o resultado do exercício e ainda se observando que:

- ✓ os juros pagos ou creditados somente poderão ser imputados ao dividendo mínimo, pelo seu valor líquido do imposto de renda na fonte;
- ✓ deve ser informado em nota explicativa o critério para a determinação dos juros sobre capital próprio, as políticas adotadas para a sua distribuição, o montante do imposto de renda incidente e os efeitos sobre os dividendos obrigatórios, quando for o caso;

- ✓ a CVM entende que a contrapartida dos juros sobre o capital próprio deve ser contabilizada como distribuição de resultado, na conta de *lucros ou prejuízos acumulados*. Tal entendimento vem do fato de que os juros se assemelham aos dividendos, podendo até mesmo ser compensados do dividendo mínimo obrigatório, conforme respaldo legal da Deliberação CVM n. 207, de 13 de dezembro de 1996.

2.6 Conclusão do referencial bibliográfico

Todas as argumentações apresentadas até aqui acerca do *quebra-cabeças dos dividendos*, reforçam a idéia tradicional e mais popular do modelo do *pássaro-na-mão*, de que os investidores têm o gosto pelos dividendos e que avaliam bem as empresas que os pagam de forma continuada. Ainda, nessa linha de raciocínio, o pagamento de dividendos emite sinais ao mercado acerca das possibilidades de ganhos futuros das empresas, mesmo que, em muitos casos, a valorização dos preços das ações tenha impacto mais favorável do que o pagamento dos dividendos. Uma outra explicação mais recente para esse *quebra-cabeças* é que o pagamento de dividendos representa uma espécie de proteção legal aos acionistas, na qual os minoritários forçam as empresas ao pagamento de dividendos para impedir que os gerentes utilizem tais recursos para se beneficiarem, como apontam La Porta et al. (2000).

A instituição legal dos juros sobre capital próprio veio permitir novas ilações sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras, na medida em que esse instituto legal motiva a utilização de capital próprio, em vez de capital de terceiros. Entretanto, é bastante questionável se esse mecanismo realmente vai ao encontro dos interesses de uma expressiva parcela de investidores, principalmente, os detentores de ações preferenciais. Para tais investidores, os juros pagos a título de remuneração do capital próprio, tributados a 15%, vêm reduzir valores que eles poderiam receber a título de dividendos, no caso da não utilização, por parte da empresa desse mecanismo de distribuição de resultados. Nesse sentido, a utilização dos juros sobre o capital próprio enquadrar-se-ia como um conflito de agência, no qual os

administradores agem de forma contrária aos interesses dos acionistas, os quais, normalmente, não deveriam aprovar a adoção desse dispositivo legal.

CAPÍTULO 3

METODOLOGIA DE PESQUISA

3.1 Aspectos iniciais

Este trabalho é de natureza quantitativa e busca verificar se a política adotada pelas empresas, com relação à distribuição de resultados pela via do pagamento de juros sobre o capital próprio é entendida como um conflito de agência entre agentes controladores e acionistas minoritários e preferenciais. Para tanto, esta pesquisa se enquadra como de cunho descriptivo-explicativo, pois nos interessam tanto identificar reações do mercado como buscar características que explicitem e justifiquem os valores que os investidores imputam às empresas quando de tais eventos. A esse propósito, Gil (1991, p. 44) observa que:

as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial descrever as características de determinada população ou fenômeno ou então o estabelecimento de relações entre as variáveis [...] (e) as pesquisas explicativas têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos. É o tipo de pesquisa que mais aprofunda o conhecimento da realidade porque explica a razão das coisas. Por isso mesmo é o tipo mais complexo e delicado [...] pode-se dizer que o conhecimento científico está assentado nos resultados oferecidos pelos estudos explicativos.

Recorreu-se ao estudo descriptivo dado o seu caráter quantitativo de coleta de dados, bem como pela não caracterização dos motivos que fazem com que a distribuição de resultados aos acionistas, afetem o valor de mercado das empresas.

Quanto à técnica da pesquisa, esta se enquadra como de natureza *ex-post-facto*, já que analisamos fenômenos passados na expectativa de entendermos procedimentos passados e, daí, podermos fazer ilações acerca de comportamentos correntes. O mesmo Gil (1991, p. 45) pontua que:

um experimento que se realiza depois dos fatos acontecidos [...] quase todos os trabalhos destinados à investigação de determinantes econômicos e sociais do comportamento de grandes aglomerados sociais fundamentam-se numa lógica deste tipo.

Complementarmente, Vergara (2000) afirma que as pesquisas *ex-post-facto* apli-

cam-se quando o pesquisador não pode controlar ou manipular variáveis, seja porque suas manifestações já ocorreram, seja porque as variáveis não são controláveis.

O detalhamento acima revela nossa intenção de adotar uma abordagem quantitativa, que para Marconi e Lakatos (1982) coloca os dados estatísticos no centro do processo de análise de problemas, buscando quantificar opiniões, dados e outras formas de informações. As pesquisas descritivas têm, como objetivo primordial, a descrição das características de determinada população ou fenômeno e o estabelecimento de relações entre as variáveis.

3.2 Delineamento da pesquisa

O desenho metodológico de nossa pesquisa se dá em duas etapas distintas, a saber:

1. aplicação do procedimento de *estudos de eventos*, como forma de levantar reações do mercado aos impulsos propiciados por empresas quando de pagamentos de juros sobre capital próprio. Mais especificamente, temos preocupação na análise de que tal prática seria entendida como um custo de agência, na medida em que administradores deixariam de pagar dividendos (não tributáveis) em troca de juros sobre o capital (aliás, tributados à alíquota de 15%), os quais se prestam a reduzir níveis de base tributável da empresa;
2. identificação da relevância que fatores diversos têm sobre as reações do mercado, apontadas no item anterior, com o uso da técnica estatística de análise de regressão múltipla.

Em especial, buscamos levantar se a presença de investidores institucionais, a participação percentual do acionista principal e níveis de endividamento conduzem a respostas condizentes acerca de reações do público investidor ao anúncio de pagamento de juros sobre capital próprio. Nesse processo, fazemos distinção entre

acionistas ordinários e preferenciais, na medida em que estes últimos podem ser entendidos como *tomadores de riscos*, aos quais não interessaria a distribuição de resultados tributados como o são os juros sobre capital próprio, preferindo o recebimento de dividendos – não tributados –, os quais constantemente se confrontam.

3.3 Estudos de eventos

Mais especificamente, o estudo se utiliza do procedimento denominado *Estudos de Eventos*, o qual Prochanoy e Antunes (2001) entendem que permite quantificar impactos de informações específicas divulgadas pelas firmas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais, o que vai ao encontro de nossos objetivos estabelecidos. Isto vem exatamente ao encontro de nossa primeira etapa da pesquisa, na qual buscamos *levantar reações do mercado aos impulsos propiciados por empresas quando de pagamentos de juros sobre capital próprio*.

Paxson e Wood (1998) apontam que o termo *estudo de evento* possibilita o desenho de pesquisas empíricas amplamente utilizadas na área de finanças, permitindo estudar impactos de eventos econômicos ou financeiros específicos sobre comportamentos verificados no mercado bursátil. O evento em si serve como critério definidor dos períodos relacionados tanto à coleta de informações para especificação de parâmetros de modelos, como para aferições que se darão exatamente sobre tais modelos. Assim, a partir de tais aferições, têm-se as bases para explicar comportamentos e inferir acerca de hipóteses.

Dennis e McConnell (1986) afirmam que um estudo de evento se realiza na suposição implícita de que muitas das informações relevantes relacionadas aos eventos se refletem nos preços dos títulos em pontos específicos do tempo, ao passo que Campbell, Lo e Mackinlay (1997) acentuam que, muito freqüentemente, o objeto de um estudo de evento é a mensuração de efeitos gerados de atos interpretados por agentes econômicos sobre preços de uma classe particular de ações de empresas, mais amiúde sobre as ações ordinárias. Assim é que, em estudos de

eventos, busca-se avaliar a extensão com que o desempenho dos preços das ações em torno da data do evento é *anormal* (BROWN e WARNER, 1980) ou a extensão pela qual os retornos sobre as ações são diferentes daqueles considerados normais dado um modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados. A propósito, Fama (1991, p. 1607) afirma que:

the cleanest evidence on market-efficiency comes from event studies, especially event studies on daily returns. When an information event can be dated precisely and the event has a large effect on prices, the way one abstracts from expected returns to measure abnormal daily returns is a second-order consideration. As a result, event studies can give a clear picture of the speed of adjustment of prices to information.⁹

3.3.1 Etapas do estudo de evento

Os procedimentos básicos delineados por Mackinlay (1997) e Campbell, Lo e Mackinlay (1997) para se realizar estudos de eventos são descritos abaixo e já aproveitamos para revelar as especificidades de nosso estudo.

1 Definição do evento e de seu período de ocorrência. Trata-se aqui da definição do objeto de estudo, que já definimos como sendo o pagamento de juros sobre capital próprio, bem como do período dentro do qual é importante para nos. Nesse sentido, estamos particularmente interessados no dia em que se reuniu a Assembléia Geral Extraordinária – AGE – ou Reunião do Conselho de Acionistas – RCA – para deliberar acerca do pagamento de juros sobre o capital próprio e, também, no dia seguinte à mesma, quando o mercado passa a operar com o conhecimento dessa nova informação. Adicionalmente, atemo-nos a resultados para 20 dias antes e 20 dias após a deliberação da AGE ou RCA com os propósitos tanto de levantar níveis de eficiência do mercado, conforme enunciados por Fama (1991), como de mensurar possíveis efeitos continuados

⁹ a evidência mais clara da eficiência de mercado advém dos estudos de evento, especialmente estudos de evento de retornos diários. Quando o evento de uma informação pode ser datado precisamente e o evento tem um grande efeito nos preços, sendo a maneira de se abstrair a partir das expectativas de retornos para medir retornos anormais, uma consideração de segunda ordem. Como resultado, estudos de evento podem dar um quadro claro da velocidade do ajuste dos preços à informação (tradução do autor da dissertação).

no tempo motivados pelo evento em questão de pagamento de juros sobre capital próprio. Outro detalhe de suma importância dentro desse método é o de que trabalhamos com *dias relativos* àqueles das datas de ocorrência dos eventos que analisamos. Dessa forma, tais *dias zero* são os mais diversos, dependendo de quando se efetivaram decisões de pagamentos de juros por parte das diferentes empresas.

- 2 **Seleção da Amostra.** Referimo-nos aos critérios para inclusão e rejeição de empresas na amostra e já adiantamos que trabalhamos apenas sobre empresas não financeiras e de capital aberto, que tenham revelado negociações freqüentes na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Assim é que a consequência disso foi a seleção de 54 empresas e de 68 papéis para nossa amostra final, sendo que a diferença entre esses dois números se deve a que procedemos a mensurações sobre ações ordinárias e preferenciais. Ainda mais, o período coberto pela pesquisa se inicia em 1997 e termina em julho de 2002. Como se pode deduzir, a base de dados é bastante extensa e nos colocamos à disposição para repassá-la a pesquisadores que se interesssem pelo assunto.

Enfatizando, a periodicidade dos dados é diária, pois, como sugerem Brown e Warner (1980), o poder dos estudos de evento aumenta com o conhecimento sobre a precisão da data de ocorrência de um evento, e o uso de dados diários é potencialmente útil ao permitir ao pesquisador tirar vantagens sobre informações anteriores e posteriores ao dia especificado de ocorrência do evento sob análise.

- 3 **Escolha dos critérios de mensuração dos retornos normais e anormais.** O objeto desse item é o de definir modelo(s) de equilíbrio de retornos de ativos, os quais sirvam para referendar como *anormais* eventuais diferenças que se constatem quando de comparações com retornos reais observados. Assim, o retorno anormal de uma ação de uma empresa i em uma data t , será

$$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it} | \Phi_{t-1})$$

ou seja, tal retorno anormal será a diferença entre os retorno observado e

esperado, sendo que a expectativa em torno desse último retorno se dá de acordo com o conjunto de informações detidas pelo mercado no momento anterior às especificações dos ativos (Φ_{t-1}). Nesse sentido, assinalamos ter escolhido o modelo ajustado ao risco e ao mercado, conforme explicitado abaixo:

$$E(R_{it} | \Phi_{t-1}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt}$$

o que nos conduz a $RA_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt})$

Aliás, cabe assinalar observação de Brown e Warner (1980) de que, apesar de sua simplicidade, tal modelo tem revelado desempenho similar a modelos mais sofisticados, ainda que em condições variadas para identificação dos retornos anormais.

Conforme se depreende das formulações acima, trabalhamos com retornos dos diferentes ativos (R_{it}) e do mercado (R_{mt}), sendo que este último tem sua *proxy* estabelecida pelos retornos do Índice da Bolsa de Valores de São Paulo – IBOVESPA. Ainda mais, os retornos dos ativos e do mercado são calculados na forma logarítmica, ou

$$r = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \rightarrow r = (\ln P_t - \ln P_{t-1})$$

A justificativa técnica para esta decisão nos é explicitada por Rostagno, Soares e Soares (2002), os quais lembram que a curva da distribuição de freqüência de r nos termos acima é simétrica, diferentemente da distribuição dos retornos calculados pela fórmula discreta, que se revela *simétrica à direita*.

- 4 **Procedimento de estimação.** Os parâmetros do modelo ajustado ao risco e ao mercado (definidos no item 3) foram estimados sobre subconjunto de dados contidos em período específico de tempo denominado *janela de estimação*.

Assim é que tanto os valores de retornos dos diferentes ativos (R_{it}) como do mercado (R_{mt}), são levantados para o período compreendido entre os dias -80 e -21, relativos àquele dia “0” da reunião da AGE ou RCA que tenha deliberado acerca de pagamentos de juros sobre o capital próprio. Enfim, eles são os insumos da regressão linear simples, operada de acordo com o critério de mínimos quadrados, que nos geram os parâmetros α_i e β_i para cada ativo ativo específico estudado. Conforme se recorda do item c, tais parâmetros do modelo de mercado nos fornecem valores esperados, os quais são confrontados aos valores observados no sentido de levantar aqueles retornos anormais, RA_{it} .

- 5 **Procedimento de teste.** Uma vez que os parâmetros do modelo ajustado ao risco e ao mercado para cada ativo ficaram definidos no item 4, nosso próximo passo foi o de levantar retornos anormais derivados exatamente da decisão das empresas de pagar juros sobre capital próprio, e a seqüência de equações expressa nossos passos nessa etapa.

Ainda mais, como trabalhamos com retornos de *dias relativos* àquele dia “0” de AGEs e RCAs deliberadoras de pagamento de juros sobre capital próprio, levantamos o retorno em excesso médio para todos os 68 eventos integrantes de nossa amostra e para cada dia na *janela de avaliação* (dias -20 a +20), conforme o modelo utilizado por Mackinlay (1997), representado pela equação:

$$RA_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

Outrossim, dois retornos anormais médios de cada dia *relativo* são acumulados para períodos que se deseje, entre uma data inicial (K) e um dia final (L) pela equação:

$$RAM_{k,l} = \sum_{t=k}^L RA_t$$

É interessante citar que tal procedimento atende perfeitamente a objetivos de avaliação de níveis de eficiência do mercado, na medida em que a hipótese de eficiência do mesmo na sua forma semiforte, conforme definição de Fama (1970), seria confirmada por retornos anormais estatisticamente nulos no período compreendido entre os dias -20 e $+20$. Enfim, comportamentos anômalos, que revelassem a prática freqüente de atitudes ilegais se expressariam por valores estatisticamente diferentes de zero em determinados dias relativos.

Quanto a aferições de significância estatística de eventuais retornos anormais levantados serem diferentes de zero se dão por meio de *testes-t*, definidos abaixo:

$$t(RAM_{K,L}) = RAM_{K,L} / S_{RAM_{K,L}}$$

sendo que $S_{RAM_{K,L}}$ o desvio-padrão dos retornos anormais acumulados entre as datas K e L.

Ainda mais, $S_{RAM_{K,L}}$ é resultado de

$$S_{RAM_{K,L}} = [T \cdot \text{var}(RA_t)]^{0,5}$$

com $\text{var}(RA_t)$ sendo estimada sobre os retornos anormais anotados na própria na *janela de estimação* entre os dias -80 e -21 .

Como procedimento final nessa seqüência de cálculos estatísticos, os níveis de significância dos valores anormais são revelados por meio de *estatísticas-t*, os

quais se revelam por meio de *p-values*, que representam níveis mínimos pelos quais podemos rejeitar a hipótese nula de que eventuais retornos anormais sejam iguais a zero.

- 6 **Resultados empíricos.** Os resultados são apresentados, e os eventuais efeitos previstos pelas teorias em questão são revelados, possibilitando elucidar problemas ao mesmo tempo em que se aceitam ou se rejeitam diagnósticos propugnados por tais formulações teóricas. Em particular, deve-se atentar para a presença de observações discrepantes, bem como avaliar a pertinência de consideração dessas nas análises acerca do objeto de estudo antes da elaboração de conclusões.
- 7 **Interpretação e conclusões.** Enfim, com os elementos obtidos nas seis etapas anteriores, pode-se concluir acerca dos mecanismos em operação sobre o evento em questão, bem como comparar e contrastar teorias que se estabelecem com vistas a esse mesmo objetivo de prognosticar reações de investidores a eventos como o pagamento de juros sobre o capital próprio.

3.4 Análise de regressão múltipla

Por fim, o atendimento de nossos objetivos de avaliação da influência exercida por fatores diversos sobre as reações do mercado quando de pagamento de juros sobre o capital próprio se dá por meio de regressões múltiplas, estimadas por mínimos quadrados, as quais são resumidas na forma matricial a seguir:

$$RA_t = X'_t \cdot \beta + \varepsilon_t$$

em que

- ✓ RA_t é o retorno anormal em excesso médio para qualquer *dia relativo* que pretenda analisar. Aliás, nossa preocupação crítica se dá com o dia +1, ou seja, com o dia seguinte ao da realização das AGEs e RCAs que deliberaram acerca de pagamento de juros sobre capital próprio;
- ✓ β é um vetor de parâmetros desconhecidos, que engloba os coeficientes de variáveis que julgamos importantes no sentido de influenciar reações do público

investidor quanto a processos de pagamento de juros sobre capital próprio. Especificamente, tais variáveis são:

1. **presença de investidores institucionais no conselho de administração das empresas que estamos analisando.** A inclusão dessa variável se deve à premissa de que esses agentes se oporiam a tais formas de pagamentos, preferindo a via de dividendos para distribuir resultados aos acionistas;
2. **o montante pago a título de juros sobre capital próprio.** Nosso questionamento está relacionado à verificação do poder dos grandes investidores de impor à administração da empresa maior distribuição de resultados, ocasionando a melhora da reputação dos administradores, como citado em La Porta et al. (2000) e reduzindo ainda o custo de agência pela aplicação desse mesmo recurso do pagamento de juros sobre capital próprio, em projetos de investimento de VPL negativo.;
3. **participação percentual dos principais acionistas.** Nossa indagação nesse ponto relaciona-se com uma possível restrição a custos de agência que adviriam de uma presença marcante de acionistas, cuja participação os levasse a se comportarem de acordo com os interesses dos demais acionistas. Naturalmente, temos em mente as afirmações de Jensen e Meckling (1976) quanto a comportamentos ilegítimos de gerentes frente aos acionistas, que se reduziriam na medida em que aumentassem as participações dos acionistas principais.

ε_t , é o termo do erro do modelo.

3.4.1 Elementos essenciais da análise de regressão

Este tópico da dissertação é extensamente tratado na literatura especializada e, dentre outros, podemos citar Gujarati (2000). Ainda mais, Hair et al. (1998) produziram um excelente resumo e guia prático de aplicação acerca do assunto, de modo que nos deteremos apenas aos aspectos principais da matéria, fazendo uso,

inclusive, de linguagem matricial.

Cálculo de coeficientes e seus níveis de significância

Logo de início, cabe ressaltar que estamos tratando de variáveis X_i , das quais obtemos coeficientes β_i , estimados que são por $\hat{\beta}_i$, conforme equação a seguir:

$$\hat{\beta} = (X'X)^{-1} \cdot X' \cdot Y$$

sendo que a significância estatística de $\hat{\beta}$ (estimador do coeficiente de cada variável explicativa) é dada pela distribuição t , com $(n - k)$ graus de liberdade (em que n é o número de observações levantadas para *rodar* a regressão e k o número de variáveis, dependente e independentes) envolvidas. Assim,

$$t = \frac{\hat{\beta}_i - \beta_i}{\sigma(\hat{\beta}_i)}$$

$$\sigma^2(\hat{\beta}_i) = \frac{\sigma^2}{\sum x_i^2} \cdot \left(\frac{1}{1 - R_i^2} \right)$$

em que R_i^2 é o coeficiente de determinação da regressão particular de X_i sobre todas as outras variáveis regressoras. Em outros termos, são $(k - 1)$ regressores e essa regressão particular se obtém sobre $(k - 2)$ regressores.

Mais especificamente, x_i são os valores presentes para cada variável i na matriz de dados e σ^2 é a variância geral do modelo. Além disso, como é corrente nos pacotes computacionais, o valor zero para β_i quando de testes de hipóteses, e a questão de significância dos coeficientes é revelada por meio da estatística do *p-value*, que Gujarati (2000) define como sendo o mais baixo nível de significância com o qual a hipótese nula poderá ser rejeitada.

Nível geral de significância dos modelos

Como se recorda de 3.4, nosso modelo geral se define por

$$RA_t = X'_t \cdot \beta + \varepsilon_t$$

e já afirmamos que trabalhamos com três variáveis explicativas, a saber: 1. presença de investidores institucionais no conselho de administração das empresas que estamos analisando; 2. relação endividamento/receitas; e 3. participação percentual do principal acionista. Dessa forma, o modelo geral pode ser escrito na forma:

$$RA_t = \beta_1 + \beta_2 \cdot X_2 + \beta_3 \cdot X_3 + \beta_4 \cdot X_4 + \varepsilon_t$$

Nesse ponto, ficamos com a questão de saber se o modelo de alguma impacta RA_t , ou, por outra, se ao menos um dos regressores β_i é diferente de zero. Em termos de hipótese nula, esta será:

$$H_0: \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$$

$$H_1: \text{ao menos um } \beta_i \neq 0$$

Nesse caso, a resposta é dada pelo *teste-F*, o qual responde à questão, com a regra de que, sendo o valor crítico de F dado por

$$F_\alpha(k-1, n-k)$$

e se $F > F_\alpha(k-1, n-k) \rightarrow$ rejeita-se H_0 ; em caso contrário, aceita-se. Além disso, temos o fato *confortador* de que os pacotes computacionais já revelam o *p-value* de F , o qual, se suficientemente baixo, indica a rejeição de H_0 .

Teste de normalidade

A questão que se apresenta aqui é a da premissa de *normalidade* dos erros da regressão (ε_t), a qual, se rompida, implica a imprecisão dos testes t e F já relatados, sendo o problema mais sério quanto menor a amostra sobre a qual se trabalha. Para tal constatação, usamos o teste de Jarque-Bera na sua formulação abaixo:

$$JB = n \left[\frac{A^2}{6} + \frac{(C-3)^2}{24} \right]$$

em que A é a assimetria e C a curtose. Ademais, a estatística JB obedece à distribuição do χ^2 com dois graus de liberdade e, da mesma forma que no teste F , os diversos pacotes computacionais já revelam seu $p-value$, o qual, se suficientemente alto, conduz à não rejeição de hipótese de normalidade.

Variável Dummy

Tais variáveis ditas *categóricas* se impõem em situações em que a ausência ou a presença de uma qualidade ou especificidade qualquer tem papel importante na conjunção de forças atuantes sobre a variável explicada ($R4$, em nosso caso). Assim sendo, a presença de investidores institucionais é tratada neste estudo enquanto variável *dummy*, na medida em que esperamos que esses exerçam pressão contrária à ocorrência de pagamentos de juros sobre capital próprio em oposição ao pagamento de dividendos.

3.5 Origem e tratamento dos dados

Os eventos de pagamentos de juros sobre o capital próprio analisados neste estudo estão restritos ao período posterior à implantação do Plano de Estabilização da Economia - Plano Real -, sendo que os dados necessários serão obtidos junto a

CVM e a empresa Latin American Financial Information System – LAFIS. Tais eventos dizem respeito tanto a ações ordinárias como preferenciais, e não incluiremos empresas financeiras. Ainda mais, nossa amostra é do tipo intencional ou não probabilística, pois ela se conforma com certos critérios. Segundo Dennis e McConnell (1986), a amostra intencional atende satisfatoriamente os objetivos do processo de amostragem. Ou seja, a partir de uma amostra intencional, podem-se selecionar alguns elementos da população que permitem extrair conclusões sobre toda a população.

No sentido do que acabamos de expor no parágrafo anterior, uma restrição adotada para seleção de eventos foi a de haver disponibilidade de dados bursáteis dos papéis das empresas emitentes, no período entre 81 dias antes e 20 dias após a data da realização da AGE ou da RCA que tenha deliberado sobre a distribuição. De fato, algumas empresas não tiveram negociações sobre seus papéis em determinados dias e, nesses casos, foram admitidos os valores do dia anterior. Entretanto, em outros casos, o problema foi de tal amplitude que optamos pela eliminação simples. Enfim, um resultado diretamente relacionado a esse rigor metodológico foi o da seleção de 91 eventos relacionados a pagamento de juros sobre capital próprio.

A base de dados de preços de fechamento diário dos papéis das empresas analisadas, bem como os valores diários do IBOVESPA, são relativos ao período do Plano Real de Estabilização Econômica, ao passo que os dados foram cedidos pela empresa Económatica.

Para o adequado tratamento estatístico dos dados, adotou-se como instrumento de trabalho o *software EXCEL-2000*, da Microsoft.

CAPÍTULO 4

ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Aspectos iniciais

Em linha com o objetivo proposto neste trabalho de mensurar o comportamento do investidor frente a atitudes de empresas brasileiras, relacionadas à distribuição de resultados pela via do pagamento de juros sobre o capital próprio, levantamos retornos alcançados por aquelas empresas que se lançaram a tais distribuições pela primeira vez. Além disso, esses retornos se fizeram acompanhar pelos retornos alcançados pelo mercado, tendo como *proxy*, o índice IBOVESPA, em datas em torno da deliberação de tais pagamentos por essas empresas.

Tais procedimentos foram adotados em função da definição adotada em nosso capítulo metodológico, quando nos propusemos mensurar retornos anormais, dentro do objetivo de avaliar comportamentos dos investidores com relação ao recebimento de numerário das empresas sob a forma de juros sobre o capital próprio. Como se recorda, tais pagamentos, pela legislação vigente, são tributados à alíquota de 15% e ainda servem para deduzir o montante que as empresas têm obrigação de pagar a seus acionistas, a título de dividendo obrigatório. Aliás, tal dividendo está atualmente isento de tributação, a uma alíquota de 0% (zero por cento). Assim é que tal procedimento poderia perfeitamente se enquadrar no contexto dos *custos de agência* entre administradores e investidores, uma vez que tais distribuições de resultados, sob a forma de juros sobre o capital próprio, poderiam significar uma atitude dos administradores que segue em sentido oposto aos interesses de uma parcela dos investidores das empresas, especialmente aos interesses dos acionistas preferenciais.

Com vistas a atender nossos objetivos previamente traçados, constituímos uma amostra com dados de preços e retornos de ações de empresas que a utilizaram pela primeira vez a prerrogativa do pagamento de juros sobre o capital próprio, em um total de 68 operações, perpetradas por 54 empresas. No que tange à motivação para levantar apenas os dados de empresas que a utilizaram esse mecanismo pela primeira vez, esta deveu-se ao fator de surpresa, levando-nos a desprezar eventos posteriores de tal natureza, relativos a cada empresa, uma vez que os investidores

já antecipariam tais decisões, incorporando-as aos preços das ações.

Além do rigor metodológico descrito acima, a constituição de nossa amostra levou em consideração a restrição de empresas com poucos dados de mercado, em função dos baixos níveis de negociação dessas ações na Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA -, nas datas em torno dos dias das assembléias de acionistas que deliberaram sobre tais pagamentos de juros. Nesse sentido, o QUADRO 1 relata nossa base amostral no tocante às empresas selecionadas para o estudo, papéis envolvidos e datas de assembléias deliberativas de pagamento de juros sobre capital próprio.

QUADRO 1
Dados das empresas selecionadas

Empresa	Data da Assembléia	Tipo de papel	Empresa	Data da AGE ou RCA	Tipo de papel
Alfa Consórcio	29/07/99	PN	Latasa	30/04/98	ON
Ambev	17/01/00	ON e PN	Light	31/12/96	ON
Bardella	14/12/98	PN	Lojas Renner	31/12/97	PN
Belgo Mineira	28/12/98	ON e PN	Magnesita	17/12/99	PN
Brasil Telecom	28/12/98	ON e PN	Marcopolo	27/10/97	PN
Brasmotor	09/04/02	PN	Metisa	21/10/97	PN
Celpe	17/01/00	PN	Multibrás	23/07/98	PN
Cemig	23/05/02	ON e PN	Pão de Açúcar	28/04/98	PN
Cesp	24/08/98	ON	Paulista F Luz	22/12/98	ON e PN
Cimento Itaú	31/12/99	PN	Perdigão	24/07/98	PN
Copesul	05/04/02	ON	Petrobrás	24/03/99	PN
Dixie Toga	29/04/97	PN	Ripasa	14/06/00	PN
Duratex	03/02/98	PN	São Carlos	27/04/00	ON e PN
Eletro Paulo	31/12/99	PN	Saraiva	24/04/97	PN
Eletrobrás	23/03/00	PN	Sid Nacional	29/07/97	ON
Embraco	24/07/98	PN	Souza Cruz	10/03/97	ON
Embraer	24/03/00	ON e PN	Tele Norte Cel	14/01/99	ON
Embratel	31/12/99	ON e PN	Tele Sud. Cel	30/12/98	ON
Eternit	15/12/98	ON	Telemar	26/12/01	ON e PN
Fertibrás	27/03/98	PN	Telemig	31/12/99	ON e PN
Forja Taurus	27/03/98	PN	Telesp Cel	15/01/99	ON e PN
Fosfertil	13/08/97	PN	Telesp Operac.	30/12/98	ON e PN
Gerdau Metal.	31/12/97	PN	Trafo	28/12/98	PN
Globex	12/03/98	PN	Transmis. Pauli	18/12/01	ON e PN
Ipiranga Distrib.	15/07/97	PN	Unipar	31/12/99	PN
Ipiranga Petr.	15/07/97	PN	Usiminas	26/08/97	PN
Ipiranga Refin.	15/07/97	PN	Vale Rio Doce	10/04/97	ON e PN

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

A se ressaltar, das 68 operações pesquisadas, 45 se referem a ações preferenciais e 23 a ações ordinárias nominativas. Apesar das restrições metodológicas apontadas, pelas quais coletamos dados apenas de empresas que se utilizaram da prerrogativa da distribuição de resultados pela via do pagamento de juros sobre o

capital próprio pela primeira vez e que tivessem negociações diárias freqüentes na BOVESPA, nossa amostra se apresentou suficientemente grande para atender aos ditames estatísticos necessários para se alcançar a consistência dos testes e ainda garantir a robustez dos coeficientes gerados de regressões lineares.

Enfim, nossa seqüência metodológica para a execução dos testes empíricos se deu conforme as etapas enumeradas a seguir:

1. obtenção de retornos anormais, que exigiram a determinação de modelo de retornos esperados ajustados ao risco. A partir deles, levantamos as reações do público investidor acerca do pagamento de juros nos dias seguintes às reuniões de acionistas que deliberaram acerca dos mesmos;
2. operacionalização de regressões lineares, com as quais levantamos os efeitos exercidos sobre os papéis ordinários e preferenciais, pelo pagamento de juros sobre capital próprio;
3. nova rodada de regressões lineares, com as quais levantamos os efeitos exercidos pela presença de investidores institucionais, pela concentração de propriedade e pelo montante de pagamento de juros sobre capital próprio (na forma logarítmica), sobre os retornos anormais.

4.2 Testes sobre retornos anormais

Nesse ponto, recordamos que trabalhamos sobre retornos na forma logarítmica, tanto para as empresas, como para o IBOVESPA, os quais se prestaram à obtenção de *retornos anormais*, os quais resultam da diferença entre os retornos reais verificados para as ações das empresas e os retornos esperados, em consonância com o modelo de mercado ajustado ao risco, a saber:

$$RA_{it} = r_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot r_{mt})$$

em que r_{it} é o retorno do ativo " i " no dia " t ", r_{mt} é o retorno do mercado no dia " t ", α_i e β_i são os parâmetros do modelo, determinados por mínimos quadrados.

Além disso, obtivemos os *retornos anormais médios para dia específico*, RA_t , relativo ao *dia zero* das AGE's e RCA's que deliberaram sobre os pagamentos de juros sobre capital próprio, por meio da fórmula:

$$RA_t = \frac{1}{N} \cdot \sum_{i=1}^N RA_{it}$$

em que N é o total de eventos analisados em nosso estudo, igual a 68.

O dia "t+1", dentre todos os dias relativos, é o que mais nos interessa por representar a *data-ex*, em que o mercado passa a operar com o conhecimento das deliberações das reuniões de acionistas que foram realizadas no dia anterior e nas quais se decidiu pelo pagamento de tais juros. A par de todos esses procedimentos, obtivemos os resultados presentes na TAB. 1, quanto aos retornos anormais para cada papel estudado.

TABELA 1
Retornos anormais, no dia “t+1”, das ações das empresas

Empresa	Retorno normal	Empresa	Retorno anormal
Alfa Consórcio PN	0,0166	Light ON	0,0125
Ambev ON	-0,0216	Lojas Renner PN	0,0021
Ambev PN	0,0033	Magnesita PN	-0,0595
Bardella PN	0,0720	Marcopolo PN	-0,0134
Belgo Mineira ON	-0,0859	Metisa PN	-0,0065
Belgo Mineira PN	0,0713	Multibrás PN	0,0074
Brasil Telecom ON	0,0082	Pão de Açúcar PN	0,0253
Brasil Telecom PN	0,0211	Paulista F Luz ON	-0,0046
Brasmotor PN	0,0089	Paulista F Luz PN	0,0669
Celpe PN	0,0112	Perdigão PN	0,0005
Cemig ON	0,0189	Petrobrás PN	0,0583
Cemig PN	0,0195	Ripasa PN	0,0507
Cesp ON	0,0208	São Carlos ON	0,0214
Cimento Itaú PN	0,0127	São Carlos PN	-0,0474
Copesul ON	0,0035	Saraiva PN	-0,0071
Dixie Toga PN	-0,0013	Sid Nacional ON	-0,0218
Duratex PN	0,0432	Souza Cruz ON	0,0128
Eletro Paulo PN	0,0108	Tele Norte Cel ON	0,0194
ELETROBRÁS PN	0,0201	Tele Sud. Cel ON	-0,0124
Embraco PN	0,0075	Telemar ON	0,0085
Embraer ON	-0,0109	Telemar PN	-0,0018
Embrear PN	-0,0111	Telemig ON	-0,0201
Embratel ON	-0,0288	Telemig PN	-0,0070
Embratel PN	-0,0442	Telesp Cel ON	-0,0196
Eternit ON	0,0194	Telesp Cel PN	-0,0814
FERTIBRÁS PN	0,0493	Telesp Operac. ON	0,0015
Forja Taurus PN	0,0324	Telesp Operac.	0,0271
Fosfértil PN	0,0172	Trafo PN	-0,0080
Gerdau Metal. PN	0,0399	Transmis. Pauli ON	0,0208
Globex PN	0,0369	Transmis. Pauli PN	-0,0189
Ipiranga Distrib. PN	0,0064	Unipar PN	0,0016
Ipiranga Petr. PN	0,0030	Usiminas PN	-0,0001
Ipiranga Refin. PN	0,0955	Vale Rio Doce ON	0,0102
Latasa PN	-0,0063	Vale Rio Doce PN	0,0284

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Todos os valores estão expressos na forma decimal e são o resultante dos retornos trabalhados na forma logarítmica.

A TAB. 1 nos subsidia informações importantes que permitem analisar o comportamento do mercado frente aos pagamentos de juros sobre o capital próprio no dia imediatamente após as assembleias de acionistas que deliberaram sobre tais pagamentos de juros. Dessa forma, preparamos a TAB. 2 que sumariza essas reações, classificando-as em positivas e negativas.

TABELA 2

Sumário das reações dos investidores ao pagamento de juros sobre o capital próprio

Tipos de Ações	Reações Positivas	Reações Negativas	Total
Preferenciais	31	14	45
Ordinárias	13	10	23
Totais	44	24	68

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Como podemos observar na TAB. 2, em certa medida, os juros sobre o capital próprio são interpretados pelos investidores em ações preferenciais de forma positiva, embora não possamos aceitar tais reações como absolutas. Entretanto, na medida em que aproximadamente 70% dos eventos confirmam a concordância do mercado com o evento, com o retorno desses papéis aumentando mais do que poderíamos esperar, de acordo ao modelo de mercado, é bastante razoável considerar tal evento como um ganho inesperado, em linha com as proposições de Miller e Rock (1985).

De fato, se temos, por um lado, uma avaliação geral positiva com relação ao pagamento dos juros, por outro, não podemos concluir definitivamente com relação às reações aferidas sobre as ações ordinárias por parte do mercado quanto a tais eventos. Em consonância com a teoria dos custos de agência, a reação natural do mercado deveria ser negativa em relação aos pagamentos de juros sobre o capital próprio, visto que esses juros são tributados à alíquota de 15% e servem como dedução da parcela de dividendos obrigatórios, os quais não são tributados. No entanto, em apenas 10 operações sobre papéis ordinários, em um total de 23, observamos resultados concordantes com a teoria dos custos de agência.

Dando seqüência às nossas análises sobre as reações do mercado, procedemos ao levantamento das médias de retornos anormais para cada um dos tipos de papéis, ordinários e preferenciais. Após isso, efetivamos testes de hipóteses via análise de *p-values*, os quais nos revelam graus de certeza com que podemos avaliar as reações dos investidores. A TAB. 3 sumariza esses resultados estatísticos para os dias relativos “t+1”, confirmando as conclusões verificadas anteriormente. Nesse sentido, as reações positivas sobre as ações preferenciais se refletem no ganho médio de 1,24%, ao qual se associa o *p-value* de 0,0197. Em termos técnicos, esse último valor nos informa que temos certeza estatística ao nível de 98,03%, de que o ganho médio de fato é maior do que zero, ou seja, que é positivo.

TABELA 3
Sumário das estatísticas sobre retornos em "t+1"

	Média	Estatística-t	<i>p-value</i>
Ações preferenciais	0,0124	2,4208	0,0197
Ações ordinárias	-0,0024	0,4611	0,6493
Todos os papéis	0,0074	1,9161	0,0596

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Em contrapartida, observamos uma reação média negativa de 0,24% do mercado sobre as ações ordinárias, à qual corresponde o *p-value* de 0,6493. Tal valor nos concede um grau de certeza de apenas 35,07% ($= 1 - 0,6493$) quanto ao fato de haver o sentimento negativo do mercado relativamente às ações ordinárias que tenham recebido juros sobre o capital próprio, o que é evidentemente insuficiente para afirmar em qual direção se dão as reações do mercado.

De maneira geral, observamos uma média dos retornos de 0,74%, valor este com nível de significância bastante expressivo de 5,96% ou, o que é a mesma coisa, com um grau de certeza de 94,04% de que tal média é de fato superior a zero. Enfim, com base na expectativa média observada, concluímos que os pagamentos de tais

juros não são entendidos pelo mercado como uma atitude contrária aos interesses dos acionistas, nos moldes da teoria dos custos de agência. Tal conclusão está em

linha com Black (1976), quando o autor declara que dividendos ou distribuições de resultados de qualquer natureza são sempre positivos, pois significam a redução do estresse do investidor, que expõe seus recursos ao risco e que deseja seu retorno seja lá em qual circunstância.

Na seqüência, a TAB. 4 resume nossos resultados das aferições de valor e significância estatística dos resultados acumulados médios para os 20 dias relativos, em torno daquela *data zero* das reuniões das assembléias deliberativas sobre as distribuições de numerários via pagamentos de juros sobre capital próprio. Nossa intenção era a de estender as avaliações sobre tais empresas de modo a aferir se eventuais padrões constatados no dia “t+1” mantinham-se nos dias seguintes. Além disso, buscamos levantar desempenhos médios constatados nos dias anteriores a tais eventos, como forma de levantarmos padrões observáveis de comportamento de papéis das empresas que tivessem pago juros sobre o capital próprio.

TABELA 4
Estatísticas de retorno acumulado médio das empresas da amostra

Dia relativo	Retorno acumulado	Estatística-t	p-value
-10	0,0007	0,1444	0,8856
-09	0,0069	0,9542	0,3439
-08	0,0051	0,5765	0,5664
-07	0,0117	1,1355	0,2608
-06	0,0149	1,2976	0,1995
-05	0,0159	1,2647	0,2109
-04	0,0223	1,6400	0,1063
-03	0,0225	1,5500	0,1265
-02	0,0281	1,8241	0,0732
-01	0,0317	1,9506	0,0559
0	0,0301	1,7702	0,0819
+01	0,0376	2,1127	0,0389
+02	0,0418	2,2586	0,0276
+03	0,0508	2,6431	0,0105
+04	0,0439	2,2064	0,0313
+05	0,0420	2,0439	0,0454
+06	0,0420	1,9858	0,0517
+07	0,0460	2,1111	0,0390
+08	0,0438	1,9552	0,0553
+09	0,0436	1,8991	0,0624
+10	0,0467	1,9841	0,0519

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

A simples verificação dos valores de retornos acumulados e dos seus *p-values* correspondentes, com esses últimos sempre abaixo de 0,10 (o que permite inferência com graus de certeza acima de 90%) evidenciam uma percepção positiva do mercado com relação àquelas empresas que tenham se utilizado dessa via, mesmo quando consideramos os dias subsequentes ao evento da distribuição de numerário. Em outras palavras, a percepção positiva média permanece nos 10 dias seguintes, quando o mercado já teria absorvido o efeito do evento e poderia reavaliar de forma contrária a performance das empresas inseridas nesse contexto. No entanto, enfatizamos desde logo que isso não acontece.

Vale ressaltar que os retornos acumulados para o período compreendido entre os

dias relativos -10 a -02 caracteriza-se por *p-values* elevados, indicando que quaisquer conclusões que possamos fazer se darão num cenário de expressiva dúvida estatística, ou seja, que o grau de confiança para as afirmativas relacionadas a este período é muito baixo, de maneira a não possibilitar nenhuma conclusão definitiva sobre as percepções do mercado sobre as empresas que se utilizaram desta via distributiva de resultados.

4.3 Testes sobre regressões lineares

Esta etapa do estudo é reservada para testes com a utilização de regressões lineares, com os quais esperávamos elucidar comportamentos mais específicos dos investidores, por meio de cruzamentos das variáveis relacionadas abaixo:

1. os retornos anormais *versus* classe de acionistas - quando esses são detentores de ações ordinárias ou preferenciais, verificados via utilização de variáveis *dummies*;
2. o montante de juros sobre capital próprio pago pelos administradores aos investidores, diante da presença de investidores institucionais e/ou grandes acionistas, tais como: fundos de pensão, fundos de empregados de grandes corporações, companhias seguradoras, participação de bancos de desenvolvimento e bancos de investimentos, participação de governos (União, estados e municípios), verificados também por meio de variáveis *dummies*;
3. o montante de juros sobre capital próprio pago pelos administradores aos investidores, relacionado à concentração da propriedade das empresas componentes da amostra;
4. os retornos anormais em relação ao montante pago a título de juros sobre capital próprio.

A TAB. 5 nos mostra os montantes de juros pagos naquelas assembléias referenciadas no QUADRO 1, as quais deliberaram acerca de pagamentos de juros sobre o capital próprio. Conforme se nota, levantamos, além do montante distribuído

por tipo de papel, o valor pago por ação.

TABELA 5
Montante de juros pagos, concentração de propriedade
e presença de investidores Institucionais

Título	Montante Pago (R\$000)	Valor pago por ação (R\$)	Título	Montante Pago (R\$000)	Valor pago por ação (R\$)
Alfa Cons PN	1.322	0,0375	Light ON	88.218	0,0085
Ambev ON	18.962	0,0094	Lojas Renner PN	3.858	0,0016
Ambev PN	767	0,0094	Magnesita PN	4.972	0,0003
Bardella PN	7.547	7,6000	Marcopolo PN	5.788	0,0133
Belgo ON	6.817	0,0026	Metisa PN	711	0,0011
Belgo PN	5.703	0,0029	Multibras PN	4.805	0,0133
Brasil Telec ON	18.546	0,0001	Pao Acucar PN	15.004	0,0005
Brasil Telec PN	31.320	0,0001	Paulista F Luz ON	102.004	0,0074
Brasmotor PN	4.777	0,0027	Paulista F Luz PN	45.595	0,0082
Celpe PN	6.584	0,0008	Perdigao PN	4.923	0,0000
Cemig ON	52.472	0,0007	Petrobras PN	271.161	0,0060
Cemig PN	67.579	0,0007	Ripasa PN	5.604	0,0336
Cesp ON	161.503	0,0033	São Carlos ON	881	0,0000
Cimento Itau PN	6.834	0,0073	São Carlos PN	1.659	0,0000
Copesul ON	12.593	0,0008	Saraiva PN	3.990	0,2545
Dixie Toga PN	2.164	0,0143	Sid Nacional ON	88.316	0,0012
Duratex PN	4.963	0,0008	Souza Cruz ON	106.992	0,3500
ELETROBRÁS PN	230.064	0,0027	Tele Norte Cel ON	761	0,0000
Eletropaulo PN	100.246	0,0040	Tele SE Cel ON	25.808	0,0002
Embraco PN	4.135	0,0208	Telemar ON	10.329	0,0012
Embraer ON	9.265	0,0382	Telemar PN	18.465	0,0012
Embraer PN	10.024	0,0420	Telemig ON	31.194	0,0003
Embratel ON	56.285	0,0005	Telemig PN	52.679	0,0003
Embratel PN	95.052	0,0005	Telesp Cel ON	13.534	0,0001
Eternit ON	7.654	0,0150	Telesp Cel PN	22.856	0,0001
Fertibras PN	2.415	0,3235	Telesp Oper. ON	182.822	0,0015
Forja Taurus PN	2.286	0,0000	Telesp Oper.PN	308.744	0,0015
Fosfertil PN	42.574	0,0006	Trafo PN	1.670	0,2200
Gerdau Met PN	8.508	0,0012	Transmi. Pauli ON	3.953	0,0001
Globex PN	8.032	0,2345	Transmi. Pauli PN	3.678	0,0001
Ipiranga Dist PN	6.614	0,0006	Unipar PN	8.073	0,0560
Ipiranga Pet PN	15.519	0,0004	Usiminas PN	38.027	0,3409
Ipiranga Ref PN	4.696	0,0005	Vale Rio Doce ON	123.417	0,4937
Latasa ON	2.651	0,0555	Vale Rio Doce PN	70.868	0,5114

FONTE - Base de Dados LAFIS.

Por sua vez, a TAB. 6 concentra os dados relativos aos percentuais de participação dos três principais acionistas das empresas, quando das datas das assembleias referenciadas no QUADRO 1, além de assinalar a presença de investidores

institucionais. Esses dados se constituíram como base para as regressões lineares, servindo ao objetivo de desvendar o comportamento de investidores, em ações ordinárias e preferenciais, quando confrontados com variáveis como o montante pago a título de juros sobre capital próprio, níveis de concentração de propriedade na empresa e presença de investidores institucionais.

TABELA 6
Concentração de propriedade e presença de investidores institucionais

Título	Concentração de Propriedade			Invest. Institucional	Título	Concentração de Propriedade			Invest. Institucional
	1 ^a .	2 ^a .	3 ^a .			1 ^a	2 ^a .	3 ^a .	
Alfa Cons PN	27%	26%	26%	Não	Light ON	34%	27%	9%	Sim
Ambev ON	55%	10%	7%	Não	Renner PN	56%	10%	0%	Não
Ambev PN	55%	10%	7%	Não	Magnesita PN	51%	7%	8%	Não
Bardella PN	37%	15%	8%	Não	Marcopolo PN	25%	16%	12%	Não
Belgo ON	18%	18%	11%	Sim	Metisa PN	27%	25%	24%	Sim
Belgo PN	18%	18%	11%	Sim	Multibras PN	52%	38%	0%	Não
Brasil Tel ON	98%	0%	0%	Não	Pao Acucar PN	79%	15%	4%	Não
Brasil Tel PN	98%	0%	0%	Não	Paulista FL ON	67%	6%	0%	Não
Brasmotor PN	42%	20%	18%	Sim	Paulista FL PN	67%	6%	0%	Não
Celpe PN	61%	18%	11%	Sim	Perdigao PN	19%	18%	15%	Sim
Cemig ON	51%	33%	0%	Sim	Petrobrás PN	84%	0%	0%	Sim
Cemig PN	51%	33%	0%	Sim	Ripasa PN	98%	0%	0%	Não
Cesp ON	40%	21%	13%	Sim	São Carlos ON	53%	0%	0%	Não
Cim.Itau PN	71%	28%	0%	Sim	São Carlos PN	53%	0%	0%	Não
Copesul ON	29%	21%	16%	Não	Saraiva PN	35%	17%	15%	Não
Dixie Toga PN	89%	10%	0%	Não	Sid Nacional ON	13%	11%	10%	Sim
Duratex PN	60%	22%	0%	Sim	Souza Cruz ON	75%	0%	0%	Não
Eletrobras PN	58%	14%	5%	Sim	TelNorte Cel ON	52%	5%	0%	Sim
Eletropaulo PN	78%	20%	2%	Sim	Tele SE Cel ON	52%	5%	0%	Não
Embraco PN	66%	30%	0%	Não	Telemar ON	52%	0%	0%	Não
Embraer ON	24%	20%	20%	Sim	Telemar PN	52%	3%	0%	Não
Embraer PN	24%	20%	20%	Sim	Telemig ON	89%	0%	0%	Sim
Embratel ON	52%	5%	0%	Sim	Telemig PN	89%	0%	0%	Sim
Embratel PN	52%	5%	0%	Sim	Telesp Cel ON	87%	0%	0%	Não
Eternit ON	16%	14%	12%	Sim	Telesp Cel PN	78%	0%	0%	Não
Fertibras PN	44%	23%	20%	Não	Telesp Oper.ON	87%	0%	0%	Não
Forja Taurus PN	84%	10%	0%	Sim	Telesp Oper.PN	87%	0%	0%	Não
Fosfertil PN	70%	11%	0%	Não	Trafo PN	19%	11%	6%	Sim
Gerdau Met PN	48%	37%	0%	Sim	Trans.Pauli ON	61%	13%	11%	Sim
Globex PN	39%	32%	18%	Não	Trans.Pauli PN	61%	13%	11%	Sim
Ipiranga Dist PN	10%	6%	5%	Sim	Unipar PN	52%	39%	0%	Não
Ipiranga Pet PN	60%	17%	4%	Sim	Usiminas PN	19%	15%	15%	Sim
Ipiranga Ref PN	10%	7%	6%	Não	Vale ON	52%	16%	16%	Sim
Latasa ON	36%	24%	12%	Sim	Vale PN	52%	16%	16%	Sim

FONTE - Base de Dados LAFIS.

Conforme apontamos no capítulo de metodologia, a determinação de comportamentos distintos entre os dois públicos (ordinários e preferenciais), além da

aferição das influências exercidas pela presença de investidores institucionais sobre os eventos de pagamentos de juros sobre o capital próprio, se deram por meio de variáveis *dummies*, as quais são apropriadas para o trato de variáveis de natureza categórica. Vale ressaltar que esse procedimento é bastante adequado nesse tipo de estudo, uma vez que se busca qualificar o julgamento feito por investidores, que possuem ações ordinárias ou preferenciais, e que possivelmente são influenciados em tais julgamentos pela presença de investidores institucionais no capital social daquelas empresas que eventualmente se utilizam dessa via distributiva.

Para tanto, operacionalizamos as variáveis *dummies* de maneira que as ações preferenciais nominativas (PN) receberam o valor de 1, enquanto o valor 0 foi dado às ações ordinárias nominativas (ON). Em especial, tínhamos em mente a premissa de que os investidores preferenciais são particularmente *tomadores de risco* (expressão que preferimos em vez de *especuladores*), ao passo que os investidores em ações ordinárias estão mais preocupados com o controle da empresa e com a sua performance econômico-financeira de longo prazo. Da mesma forma, adotamos o procedimento de impor o valor 1 às ações de empresas com participação de investidores institucionais, enquanto o valor 0 foi atribuído às ações de empresas sem a presença de tais agentes.

4.3.1 Teste das hipóteses

Hipótese 1 - Os investidores consideram o pagamento de juros sobre capital próprio como um custo de agência.

Esta hipótese guarda relação com as postulações de Miller e Rock (1985) de que quaisquer pagamentos efetuados pelas empresas para seus acionistas servem como sinalização positiva acerca das perspectivas futuras de geração de fluxos de caixa. Entretanto, o que nos intriga e nos impele ao teste dessa hipótese é que os

juros sobre o capital próprio são tributados à alíquota de 15% e servem para deduzir parcelas do dividendo obrigatório, o qual não é tributado.

Neste sentido, a TAB. 7 relata resultados da regressão de montantes pagos contra

os retornos anormais nos dias “t+1” para o conjunto total de 68 operações de nossa amostra.

TABELA 7
Retornos anormais e montante de juros pagos

Retorno anormal no dia +1 $RA_{t+1} = \alpha + \beta.D$	
α	β
0,002343	0,000311
$p-value = 0,057028$	$p-value = 0,124438$
N = 68 $r^2 = 0,000235$ F = 0,015485 Significância de F = 0,124438	

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

De fato, o coeficiente β positivo é indicação clara de que os montantes pagos a título de juros sobre o capital próprio guardam relação direta com os retornos dos títulos, mesmo sabendo que tais pagamentos são tributados a 15%. Dessa forma, não podemos considerar esse pagamento como um custo de agência visto que, no geral, os investidores não rejeitam a idéia de recebimentos de juros sobre o capital. Aliás, o $p-value$ do coeficiente β , de 0,1244, indica um grau de certeza estatística de 87,56% para essa interpretação.

Esses resultados se mantiveram para as operações sobre ações preferenciais, e a TAB. 8 proporciona evidências de que acionistas detentores de tais papéis são tomadores de risco, que desejam retornos imediatos para seus investimentos.

TABELA 8
Retornos anormais e montante de juros pagos a ações preferenciais

Retorno anormal no dia +1 $RA_{t+1} = \alpha + \beta.D$	
α	β
15,82514	0,625153
$p - value = 0,570433$	$p - value = 0,169039$
N = 45 $r^2 = 0,043524$ F = 1,956692 Significância de F = 0,169039	

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Como se constata do valor positivo do coeficiente β , temos que quanto maiores os montantes de juros pagos, maiores os retornos anormais obtidos pelos papéis preferenciais. Ademais, tal afirmativa se faz ao nível de certeza estatística de 84,10% ($p-value$ de 0,1690), muito embora o baixo nível de significância da constante ($p-value$ de 0,5704) seja indicativo claro de que um modelo de previsão de retornos anormais deveria agregar novas variáveis explicativas, além dos montantes de juros pagos.

Opondo-se a tudo isso, a TAB. 9 mostra resultados para as ações ordinárias que confrontam as conclusões levantadas para as ações preferenciais e o conjunto de todas as 68 operações analisadas.

TABELA 9
Retornos anormais e montante de juros pagos a ações ordinárias

Retorno anormal no dia +1 $RA_{t+1} = \alpha + \beta.D$	
α	β
0,005178	-0,000447
$p - value = 0,928308$	$p - value = 0,895491$
N = 23 $r^2 = 0,000841$ F = 0,017678 Significância de F = 0,895491	

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

O sinal negativo do coeficiente β é indicação de que os investidores nesse tipo de papel têm preocupação distinta dos acionistas preferenciais, parecendo privilegiar o crescimento e sustentação das empresas a médio e longo prazos. No entanto, é forçoso realçar que o *p-value* de 0,8955 para esse indica um grau de incerteza estatística muito elevado para afirmações sobre pagamentos de juros sobre capital próprio, podendo-se mesmo aventar a ilação de que, para esses investidores, qualquer retirada de recursos da empresa possa ser interpretado como redução de recursos para suas *aventuras corporativas*.

Tendo-se, ainda, os custos de agência como pano de fundo, pode-se pressupor que a maior concentração de propriedade interfira nos retornos anormais das ações das empresas e que evidencie maior grau de ajuste entre os interesses dos acionistas e dos dirigentes das empresas. Em outros termos, esperaríamos que quanto maior a concentração do capital, menores os interesses dos dirigentes das empresas em ir em contra os interesses dos acionistas minoritários.

Com vistas a confirmar esse relacionamento, procedemos a regressões lineares dos retornos anormais no dia “t+1” face a três níveis distintos de concentração de propriedade, conforme dados da TAB. 6. Assim é que o nível 1 refere-se apenas à participação no capital social do maior acionista, ao passo que o nível 2 diz respeito a tais participações dos maior e segundo maior acionistas. Por fim, temos o nível 3 como a soma das participações dos três maiores acionistas.

Ademais, tendo em vista o afluxo ampliado de resultados estatísticos a serem extraídos das regressões, optamos por resumir os graus de certeza estatística sobre os coeficientes angulares das equações na TAB. 10.

TABELA 10
Graus de certeza sobre coeficientes angulares das regressões
de retornos anormais contra concentração de propriedade

	Nível 1	Nível 2	Nível 3
Todos os papéis	0,8148	0,3734	0,3123
Ações Ordinárias	0,4260	0,2620	0,2391
Ações Preferenciais	0,8333	0,8171	0,7744

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Conforme se depreende dos valores acima, não temos evidências amostrais para relacionar reações positivas ou negativas do mercado com graus distintos de propriedade, ao menos em níveis satisfatórios de certeza estatística. Nesse sentido, apenas para as ações ordinárias é que se poderia dizer com melhor nível de significância que, quanto menor a concentração de poder de comando nas empresas, maiores os retornos anormais alcançados. Aliás, deve ser apontado aqui que em todas as nove regressões levadas a efeito nesta etapa, os coeficientes β revelaram-se positivos, indicando relação direta entre retornos anormais em “t+1” e graus de concentração acionária.

Enfim, a conclusão final acerca da Hipótese 1 é que a mesma é rejeitada para papéis preferenciais, quando analisamos retornos anormais em “t+1” contra montantes de juros pagos, embora não tenhamos evidências conclusivas para as ações ordinárias. Adicionalmente, se procedermos ao teste de tal hipótese por meio do relacionamento de retornos anormais a graus de concentração acionária, veremos que os resultados são fortemente inconclusivos, mormente para os papéis preferenciais.

Hipótese 2 – A presença de investidores institucionais conduz à ampliação de montantes pagos em forma de juros sobre o capital próprio.

A idéia central aqui é que os montantes pagos nessa modalidade distributiva têm relação com a presença de investidores institucionais dentre os maiores acionistas das empresas concedentes. As TAB. 11 e 12 apontam os resultados das regressões

levadas a efeito sobre a variável *dummy* à qual se atribuiu o valor 1 para as operações nas quais houvesse a presença desses investidores e 0 em caso contrário, tanto no caso de todas as 68 operações, como naqueles com apenas ações preferenciais envolvidas.

TABELA 11
Montante de juros pagos e presença de investidores institucionais

α	β
16,15452	0,418543
$p - value = 0,000000$	$p - value = 0,273316$
$N = 68 \quad r^2 = 0,018153 \quad F = 1,220282 \quad$ Significância de $F = 0,273316$	

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

TABELA 12
Montante de juros pagos a ações PN e presença de investidores institucionais

α	β
15,82514	0,625153
$p - value = 0,000000$	$p - value = 0,169039$
$N = 68 \quad r^2 = 0,043524 \quad F = 1,956693 \quad$ Significância de $F = 0,169039$	

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

Os sinais positivos dos coeficientes β nos dois modelos atestam a ocorrência de relação direta entre os montantes pagos como juros sobre o capital próprio e a presença de investidores institucionais no capital social das empresas concedentes do benefício. De qualquer forma, tal afirmativa não se faz acompanhar de altos graus de certeza, vis-à-vis os p -values algo amplos nos dois casos. Quanto a isso, verifica-se que a certeza de ocorrência de tal relacionamento é de 72,67% quando se consideram todas as operações e 84,10% para os eventos com as ações preferenciais.

Outro aspecto a exigir cuidados na interpretação é que adotamos a premissa de que os montantes pagos como juros sobre o capital próprio, tributados a 15%, implicam custos de agência na medida em que os dirigentes de empresas os utilizam como meio de reduzir níveis de dividendos obrigatórios, isentos que são de tributação. Portanto, temos aqui algo conflitante na medida em que exatamente a presença de investidores institucionais conduzem à ampliação desses juros, os quais, em si mesmos, representam perdas para os acionistas minoritários.

De forma perfeitamente compatível com a interpretação acima, os resultados sobre ações ordinárias mostram que o coeficiente relativo à *dummy* assinalada é negativo, ou seja, aponta haver relação inversa entre a presença de investidores institucionais no capital social das empresas e montantes de juros pagos. Ainda mais, o baixo grau de certeza que se tem para tal conclusão, de apenas 15,08%, aponta para o fato de que tais investidores não têm força suficiente para impor maiores volumes de pagamentos nessa modalidade distributiva. Naturalmente que o esclarecimento dessa questão suscita a necessidade de estudos adicionais, porém, já se pode fazer a ilação de que acionistas ordinários estão mais preocupados com as questões de controle e poder interno dentro das empresas do que propriamente com o retorno explícito, em forma de valorização de suas participações. O retorno implícito, amplamente estudado na teoria de agência, parece ser o mais almejado por esses acionistas.

Enfim, a questão é algo contraditória sobre as ações preferenciais, mas parece que o fato marcante é o de investidores institucionais ampliarem níveis de custos de agência por exatamente forçarem o pagamento de maiores volumes de juros sobre o capital próprio. Quanto às ações ordinárias, o nível marcante de dúvida estatística parece indicar a não ocorrência de custos de agência por conta de pagamentos desses juros.

Hipótese 3 - Os montantes pagos a título de juros sobre o capital próprio têm relação direta com a concentração de propriedade das empresas.

Os testes para aferição dessa hipótese foram conduzidos com regressões dos montantes distribuídos a título de juros sobre o capital próprio para as ações ordinárias e preferenciais em relação àqueles três níveis de concentração acionária, delineados no tópico da Hipótese 1. Ainda mais, e antes de iniciarmos nossa análise dos resultados, vale ressaltar que, em todas as regressões operacionalizadas, os coeficientes relativos aos níveis de concentração acionária mostraram-se positivos, o que, *per se*, indica a ocorrência de relação direta entre as variáveis.

Dessa forma, optamos também aqui por simplesmente expor os níveis de significância estatística dos três coeficientes na TAB. 13, como forma de elucidar as relações estudadas.

TABELA 13
Graus de certeza sobre coeficientes angulares das regressões
de montantes pagos contra concentração acionária

Montante de Juros Pagos	Nível 1	Nível 2	Nível 3
Papéis Ordinários	0,42520	0,23266	0,18868
Papéis Preferenciais	0,01107	0,07408	0,27119

FONTE - Elaborada pelo autor da dissertação.

As interpretações que retiramos dos resultados obtidos para as regressões sobre os pagamentos de juros para as ações preferenciais e ordinárias são pontuadas a seguir:

- ✓ a relação direta entre montantes pagos e o nível 1 de concentração acionária estabeleceu-se a um grau de certeza bastante elevado, de 98,89%. Isso implica em que, quanto maior a participação acionária do maior acionista, tanto maiores os percentuais de distribuição por meio de juros sobre o capital próprio;

- ✓ tal relação relatada no item acima mantém-se ainda no nível 2 de concentração acionária (soma das participações dos dois maiores acionistas), embora não na mesma intensidade levantada para o nível 1;
- ✓ a ampliação da base acionária, conforme expressa pelo nível 3, não se faz acompanhar de políticas firmes de distribuição de resultados pela via de pagamento de juros sobre o capital próprio;
- ✓ as conclusões para as ações ordinárias vão em sentido oposto ao assinalado nos pontos anteriores para as ações preferenciais, ainda que com graus inferiores de certeza estatística. Dessa forma, a conclusão geral que retiramos é que a maiores níveis de concentração acionária, menos certa é uma política deliberada de distribuição de resultados sob a forma de juros sobre o capital próprio.

Enfim, confirma-se a Hipótese 3 no que tange às ações preferenciais, inclusive com alto grau de certeza estatística. No entanto, os resultados levantados para as ações ordinárias vão em direção oposta, notando-se que em mais baixos níveis de concentração societária é que se observa apego mais firme a tais políticas distributivas com juros sobre o capital próprio.

CAPÍTULO 5

CONCLUSÕES

5.1 Aspectos gerais

Este trabalho teve como objetivo a busca de evidências empíricas que evidenciassem as reações do público investidor diante da prerrogativa das empresas brasileiras em utilizarem o instrumento legal do pagamento de juros sobre capital próprio instituído pela Lei n. 9.249/95. Nossa pesquisa teórica mostrou a preocupação dos acadêmicos acerca das implicações que as questões de impostos exercem sobre a distribuição de resultados das empresas a seus acionistas. Além disso, o estudo teve natureza exploratória, por meio do qual buscamos destacar aspectos comportamentais acerca de reações dos investidores em face dessa via distributiva de juros sobre capital próprio.

Diante do fato de que os juros aplicados sobre as contas do patrimônio líquido são dedutíveis como despesa da base de cálculo do imposto de renda a pagar das empresas, taxados à alíquota de 15% e podendo ainda ser deduzidos da parcela do dividendo obrigatório, este sendo isento de tributação, deparamo-nos com um problema que pode ser encarado como bom para as empresas, porém como custos adicionais para quem os recebe. Essa lógica nos endereçou aos problemas de agência na medida em que esperaríamos que o público investidor encarasse essa distribuição como uma penalidade sobre ele e que não assimilariam positivamente esse tipo de distribuição de resultados, visto que resultaria em tratamentos desiguais de tributação. Como consequência, imaginávamos que os investidores rejeitariam investir naquelas empresas que utilizassem dessa prerrogativa legal e, não por outro motivo, enquadrados a atitude de administradores que escolhessem essa via distributiva, como uma característica de conflito de agência entre *insiders* e o restante do público investidor.

Por meio de nossas verificações empíricas pudemos concluir que:

- ✓ de uma maneira geral, os eventos de pagamentos de juros sobre o capital próprio não são interpretados pelo mercado com uma atitude contrária aos interesses dos acionistas, ou seja, tais pagamentos de juros não podem ser considerados como um custo de agência. Especialmente para o investidor em

ações preferenciais, esses juros são vistos como *ganhos inesperados e bem vindos*, conforme contemplado nos estudos de Miller e Rock (1985);

- ✓ a presença de investidores institucionais aumenta volumes pagos a título de juros sobre capital próprio, o que pode ser considerado, no mínimo, intrigante, pois esses são os maiores interessados nos resultados das empresas e, se considerarmos que tais juros são tributados à alíquota de 15%, tais juros configuram um custo de agência. Enfim, estamos diante de um impasse;
- ✓ no caso das ações preferenciais, os montantes pagos a título de juros sobre o capital próprio têm relação direta com a concentração de propriedade e, no caso das ações ordinárias, a relação é inversa, mostrando que esses últimos são mais apegados ao controle e aos ganhos de longo prazo.

Nossas verificações empíricas se fizeram sobre a pesquisa teórica acerca das diferentes percepções dos vários públicos sobre a distribuição de resultados, via análise inicial das postulações de Jensen e Meckling (1976) de que os custos de agência motivam atitudes dos administradores, que atuam visando a maximização de suas próprias funções de utilidade, em detrimento dos interesses dos acionistas atuais e potenciais. Essas postulações nos levam a analisar o pagamento dos juros sobre o capital próprio na perspectiva das empresas brasileiras, e parece-nos que a adoção de tal distribuição de resultados beneficia fundamentalmente as empresas e não propriamente o público investidor, em especial, os minoritários. Nossa indagação acerca de tal pagamento de juros motiva-nos ao entendimento do conflito entre os *insiders* e os demais investidores. Nessa linha de raciocínio, apontamos outros trabalhos importantes e recentes, como os de La Porta et al. (2000) e Easterbrook (1984), os quais tratam as mesmas questões levantadas por Jensen e Meckling (1976) acerca dos problemas de agência.

Entretanto, um trabalho em especial, serviu-nos como âncora para nossas análises, a saber, o de Miller e Rock (1985), no qual os autores consideraram que qualquer dis-

tribuição de resultado por parte das empresas emite sinais positivos acerca das

potencialidades futuras das empresas. Dessa forma, o investidor avalia que aquele montante distribuído é realmente um excedente das operações, depois de avaliada a necessidade de recursos requerida para os novos investimentos.

Talvez seja esse paradoxo uma das explicações mais razoáveis para a nossa perplexidade diante dos resultados encontrados em nossa pesquisa, ou seja, os investidores, de forma irracional, não associam distribuições tributadas de resultados como sendo um fato contrário aos seus interesses, quando essas distribuições poderiam ser feitas a título de dividendos, sem qualquer tributação. Associa-se a isso o fato de que, em 2002, Daniel Kahneman e Vernon Smith foram vencedores do Prêmio Nobel de Economia, sendo Kahneman de formação acadêmica em psicologia. Esses dois autores estudaram a *irrationalidade* do comportamento dos investidores, do ponto de vista dos economistas, e mostraram que esses agem, sistematicamente, de forma muito diferente do padrão estabelecido pelas teorias econômicas.

Com base no que expusemos, concluímos que a moderna teoria de finanças está passando por um processo de transição, na medida em que começa a assimilar aspectos comportamentais, abrindo enormes possibilidades a novas pesquisas nesse sentido. Parece-nos que cada vez mais novas teorias econômicas, que refletem aspectos da irrationalidade comportamental dos investidores, ganharão espaço não só na academia como também nas empresas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. AKERLOF, G. A. The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
2. Ambarish, Ramasastry, Kose John, e Joseph Williams. Efficient signalling with dividends and investments. *Journal of Finance*, v. 42, n. 2, p. 321-73, June 1987.
3. ASQUITH, Paul e MULLINS JR, David. The impact of initiating dividend payments on shareholder wealth. *Journal of Business*, v. 56, p. 77-96, 1983.
4. AUERBACH, Alan J. Share valuation and corporate equity policy. *Journal of Public Economics*, v. 11, p. 291-305, 1979.
5. BAGWELL, Laurie e JUDD, Kenneth. *Transaction costs and corporate control*. Northwestern University, unpublished manuscript, Nov. 1988.
6. BAGWELL, Laurie e SHOVEN, John. Cash distributions to shareholders. *Journal of Economic Perspectives*, v. 3, n. 3, p. 129-40, 1989.
7. BARCLAY, M. e SMITH, C. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, v. 50, p. 609-31, 1995.
8. BENARTZI, S.; MICHAELY, R. e THALER, R. Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, v. 52, p. 1007-34, 1997.
9. BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy. *The Bell Journal of Economics*, p.259-70, Spring 1979.
10. BLACK, Fischer. The dividend puzzle. *Journal of Portfolio Management*, v. 2, p. 5-8, 1976.
11. _____. Why firms pay dividends. *Financial Analysts Journal*, v. 46, p. 5, 1990.
12. BRASIL. Decreto-Lei n. 1.790, de 9 de julho de 1980.
13. _____. Decreto-lei n. 2.065 de 26 de outubro de 1983.
14. _____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.
15. _____. Lei n. 7.713, de 22 de dezembro de 1988.
16. _____. Lei n. 7.799, de 10 de julho de 1989.
17. _____. Lei n. 8.014, de 6 de abril de 1990.
18. _____. Lei n. 8.849, de 28 de janeiro de 1994.
19. _____. Lei n. 9.064, de 20 de junho de 1995.

20. _____. Lei n. 9.249, de 26 de dezembro de 1995.
21. BRADFORD, David. The incidence and the allocation effect of a tax on corporate distributions. *National Bureau of Economics*, Working Paper n. 349, 1979.
22. BRADLEY, M.; JARRELL, G. e KIM, E. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance*, v. XXXIX, n. 3, p 857-80, July, 1984.
23. BREALEY, R. A. e MYERS, S. C. *Princípios de finanças empresariais*. Lisboa: McGraw-Hill de Portugal, 1998.
24. BROWN, S. e WARNER, J. Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 3, 1980.
25. CAMPBELL, J.; LO, A W. e MACKINLAY, A. *The econometric of financial markets*. New Jersey: Princeton University Press, 1997.
26. COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p.386-405, Nov 1937.
27. DAMODARAN, Aswath, *Finanças corporativas aplicadas*. Ed. Bookman, 2002
28. DE ANGELO, Harry, DE ÂNGELO, Linda e SKINNER, Douglas. Reversal of fortune: dividend policy and the disappearance of sustained earning growth. *Journal of Financial Economics*, v. 40, p. 341-71, 1996.
29. DE ANGELO, Harry, MASULIS, Ronald W. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, v. 8, n. 1, p. 3-29, março 1980.
30. DENNIS, Debra K. e McCONNELL, John J. Corporate mergers and security returns. *Journal of Financial Economics*, v. 16, n. 2, p. 143-87, June 1986.
31. DONALDSON, G. *Corporate debt capacity*: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity. Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1961.
32. EASTERBROOK, F. Two agency-cost explanations of dividends announcements. *American Economic Review*, p.650-9, Sept. 1984.
33. FAMA, Eugene F. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, v. 25 Issue 2, p.383-417, May 1970.
34. _____. Efficient capital markets: II. *Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p.1.575-617, Dec. 91.
35. FELDSTEIN, Martin; GREEN, Jerry Why Do Companies Pay Dividends? *American Economic Review* v. 73, p. 17-30, 1983.

36. FISCHER, E. O.; HEINKEL, R. e ZECHNER, J. Dynamic capital structure Choice: theory and tests. *Journal of Finance*, v. XLIV, n. 1, p. 19-40, March 1989.
37. FRANKFURTER, George M. What is puzzle in "the dividend puzzle". *Journal of Investing*, v. 8, n. 2, p.76-86, 1999.
38. GIL, Antônio Carlos. Como elaborar projetos de pesquisa. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1991.
39. GOMES, Armando. Going public with asymmetric information, agency costs, and dynamic trading. *The Journal of Finance*, forthcoming, 1999.
40. GONedes, N. Corporate signalling, external accounting, and capital marketing equilibrium: evidence on dividends, income, and extraordinary items. *Journal of Accounting Research*, p. 26-79, spring 1978.
41. GORDON, Myron J. Optimal investment and financing policy. *Journal of Finance*, v. 28, p. 264-72, 1963.
42. GORDON, Myron J. e SHAPIRO, Eli. Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*, v. 3, p. 102-10, 1956.
43. GRINBLATT, Mark e TITMAN, Sheridan. *Financial markets and corporate strategy*. Ed. McGraw-Hill, 1998.
44. GUEDES, J. e OPLER, T. The determinants of the maturity of corporate debt issues. *Journal of Finance*, n. 51, p. 1809-33, 1996.
45. GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books, 2000.
46. HAIR, J. F. J. et al. *Multivariate data analysis*. New Jersey: Prentice Hall, 1998.
47. HARRIS, Milton; RAVIV, Artur. The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, v. XLVI, n.1, p.297-355, March 1991.
48. HOVAKIMIAN, A., OPLER T. e SHERIDAN Titmam, The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 36, n. 1, p 1-24, Mach 2001.
49. IOB. Dividendo obrigatório. Imposto de Renda e Legislação Societária. *Boletim* n. 51, p.3-8, 1998.
50. IOB Fonte – Lucros e dividendos distribuídos por pessoa jurídica tributada pelo lucro real a beneficiários do País. Imposto de Renda e Legislação Societária. *Boletim*, n. 24, p.294-8, 1996.
51. IOB. Juros sobre o capital próprio das empresas tributadas pelo lucro real. Imposto de Renda e Legislação Societária. *Boletim* n. 11, p. 1-6, 1997.

52. JENSEN, Michael e MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, p. 305-60, Oct. 1976.
53. JENSEN, Michael. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, p. 323-9, 1986.
54. JOHN, K. e WILLIANS, J. Dividends, dilution, and taxes: Further evidence on tax effects. *Journal of finance*, p.1.053-70, Sept. 1985.
55. LA PORTA, Rafael et al. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, v. LV, n. 1, Feb. 2000.
56. LELAND, Hayne e PYLE, David. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation. *Journal of Finance*, n. 32, n. 2, p. 317-87, 1977,
57. LINTNER, John. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and supply of capital to corporations. *Review of Economics and Statistics*, p. 243-69, 1956.
58. LONG, M. e MALITZ, I. Investment patterns and financial leverage. In: FRIEDMAN, B (Ed.). *Corporate capital structure in the U.S.* Chicago: University of Chicago Press, 1986.
59. MACKINLAY, A. Event studies in economic and finance. *Journal of Economic Literature*, v. XXXV, p. 13-39, mar. 1997.
60. MANN, Steven V. The dividend puzzle: a progress report.; by: quarterly. *Journal of Business & Economics*, v. 28, n. 3, p. 3-36, Summer 1989.
61. MARCONI, M. A. e LAKATOS, E. M. *Técnicas de pesquisa*. São Paulo: Atlas, 1982.
62. MARSH, P. The choice between equity and debt: an empirical study. *Journal of Finance*, v. 37, p. 121-44, 1982.
63. McCONNELL, John J. e MUSCARELLA, Chris J. Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, forthcoming 1986.
64. MIKKELSON, W. H. e PARTCH, M. M. Valuation effects of security offerings and the issuance process. *Journal of Financial Economics*, v. 15, n. 1-2, p. 31-60, 1986.
65. MILLER, Merton H. Debt and taxes. *Journal of Finance*, v. XXXII, n. 2, p.261-75, May 1977.
66. MILLER, Merton e ROCK, Kevin. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, v. 40, n. 4, p.1.031-51, 1985.

67. MODIGLIANI, F. e MILLER, M. The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, v. 48, n. 3, p. 261-97, 1958.
68. _____. Dividend policy, growth and the value of shares. *Journal of Business*, v. 34, p. 411-33, October 1961.
69. MYERS, Stewart C. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, v. 5 , p. 147-75, 1977.
70. _____. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, v. 39, p. 575-92, 1984.
71. _____. Outside equity. *The Journal of Finance*, v. LV, n. 3, p. 1.015-37, June 2000.
72. _____. Fischer Black's contributions to corporate finance. *Financial Management*, v. 25, n. 4, p. 95, Winter 1996.
73. MYERS, Stewart e NICOLAS, Majluf. Corporate financing and investment decision when firms have information investors do not have. *Journal of Financial Economics*, v. 13, n. 2, p. 187-221, July 1984
74. PAXSON, D. e WOOD, D. Blackwell. *Dictionary of finance*. Massachusetts: Blackwell Publishers, 1998.
75. PROCIANOY, J. L. Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988 - 1989. XIX ENANPAD, *Anais...* João Pessoa, 1995.
76. PROCIANOY, J., ANTUNES, M Os efeitos das decisões de investimento das empresas sobre os preços de suas ações no mercado de capitais. XXV ENANPAD, *Anais...* Campinas, 2001.
77. RAJAN, R. e ZINGALES, L. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, v. 50, n. 5, p. 1.421-60, 1995.
78. ROSS, S. The Determinants of financial structure: the incentive signalling approach. *Bell Journal of Economics*, n. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.
79. ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. São Paulo: Ed.Atlas, 1995.
80. ROSTAGNO, Luciano M.; SOARES, Rodrigo O. e SOARES, Karina T. Estudo de Evento: o Método e as Formas de Cálculo do Retorno Anormal FIN1440. Disponível em <<http://anpad.org.br/enanpad2002>> Acesso em 26/11/2002.
81. SHILLER, Robert J. Stock prices and social dynamics. *Brookings Papers on Economic Activity*, p. 457-10, 1984,

82. SMITH, C. e WATTS, R. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, v. 32, p. 263-92, 1992.
83. SMITH, Clifford W. Jr. Raising capital: theory and evidence. *Midland Corporate Finance Journal*, v. 4, n. 4 9, p. 4-22, 1986.
84. STOHS, Mark H. e MAUER, David C. The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, v. 69, n. 3, p. 279-312, July 1996.
85. TITMAN, Sheridan e WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, v. 43, p. 1-20, 1988.
86. TITMAN, S. The effect of capital structure on a firm's liquidation decision. *Journal of Financial Economics*, v. 13, p. 137-51, 1984.
87. TRUEMAN, B. The relationship between the level of capital expenditures and the firm value. *Journal of Financial Economics*, v. 16, 1985.
88. VERGARA, Sylvia C. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
89. WESTON, J. Fred e BRIGHAM, Eugene F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
90. ZWEIBEL, J. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review*, v. 86, p. 1.197-215, 1996.