

## Introdução

Desde o artigo seminal de La Porta et al (1998), uma vasta literatura em Finanças mostra que sistemas jurídicos com inspiração no Direito Civil Francês oferecem uma fraca proteção a acionistas minoritários, impondo, assim, conseqüências para a política de investimentos (Wurgler, 2000), para a política de dividendos (La Porta et al, 2000), para o surgimento de novas empresas (Djankov et al, 2002), para o financiamento das empresas (La Porta et al, 1997) e para a composição do grupo de controle (La Porta et al 1999, Dyck et al, 2004).

Não surpreendentemente, La Porta et al (1998) mostram que alguns países cuja legislação tem inspiração no direito civil francês implementam mecanismos compensatórios para proteger acionistas minoritários. Um mecanismo deste tipo é o dividendo mínimo obrigatório. Entretanto, La Porta et al (2000) mostram que, entre os 46 países de sua base de dados, somente cinco, incluindo o Brasil, possuem regras que obrigam uma distribuição mínima dos lucros. Segundo os autores, subterfúgios legais diminuem a eficácia das regras de dividendo mínimo obrigatório, tornando-as irrelevantes como instrumentos de proteção a acionistas minoritários. De fato, a legislação brasileira oferece subterfúgios a empresas que desejem reter lucros: 42% de uma ampla amostra de empresas não financeiras listadas na Bovespa distribuem dividendos abaixo do percentual definido em estatuto. Tal retenção de ganhos pode ser feita através da utilização de reservas legais ou por decisão da assembléia dos acionistas.

Ainda assim, as regras brasileiras de dividendos mínimos parecem ser parcialmente eficazes, pois, nos últimos quinze anos, 62% das empresas listadas na Bovespa distribuíram dividendos; um número alto comparando-se, por exemplo, com o mercado norte-americano, onde somente 20% das empresas no COMPUSTAT distribuíram dividendos na década de 90 (vide Fama e French, 2001). Além de ter uma maior proporção de pagadoras de dividendos, a Bovespa também aparece acima das empresas listadas nos EUA quando comparamos o *dividend yield* médio da bolsa brasileira entre 1994 e 2009 (4,2%) contra o índice S&P-500 (1,89%) (o *Dividend yield* é a divisão de dividendo pago pelo preço da

ação no início do trimestre). É razoável argumentar, portanto, que parte da alta distribuição de ganhos no Brasil está associada à existência do dividendo mínimo obrigatório. Dito isto, a questão relevante é se tais regras impõem custos de eficiência que ultrapassam os benefícios auferidos pelos acionistas minoritários.

Intuitivamente, o pagamento de dividendos aumenta a necessidade de financiamento externo, possivelmente pondo em risco a execução de projetos rentáveis (Myers e Majluf, 1984). Em países de direito civil, esse problema é particularmente importante, pois, em geral, uma fraca proteção aos minoritários é acompanhada por baixa proteção aos credores (La Porta et. al. 1998). Conseqüentemente, nesses mesmos países, taxas de juros serão mais elevadas, dificultando o financiamento externo e o crescimento econômico (Rajan e Zingales, 1998). Uma questão relevante, portanto, é se as firmas que conseguem evitar as regras de distribuição de dividendos o fazem para expropriar minoritários ou para financiar oportunidades de investimento.

Para responder a essa pergunta, o ponto de partida é o estudo de Fama e French (2001), o qual mostra que, tipicamente, as empresas norte-americanas não pagadoras de dividendos investem mais do que as demais; porém, em épocas de crise, os investimentos dos dois grupos de empresas (pagadoras de dividendos e não pagadoras) convergem. Intuitivamente, crises econômicas reduzem as oportunidades de investimentos de forma desigual. As firmas mais afetadas são aquelas que, antes do choque, tinham uma perspectiva mais otimista sobre o futuro da economia, ou seja, as que deixavam de pagar dividendos para financiar projetos. No espírito de Rajan e Zingales (1998), o padrão encontrado por Fama e French será tomado como paradigma ao que deveria ocorrer antes e após o início de uma crise em uma economia (como a americana) em que a expropriação de minoritários é um problema de menor relevância: firmas que não pagam dividendos investem mais antes da crise, mas não durante.

Esse padrão de investimento se altera, quando consideramos que a expropriação de minoritários é a principal razão para que firmas retenham lucros. Aqui, não há razão a priori para que os investimentos variem com o pagamento de dividendos, antes ou durante a crise. A crise norte-americana de 2008, que propagou-se no Brasil em 2009, representa, portanto, um choque exógeno à política de investimentos das firmas que permite um teste de duas hipóteses concorrentes sobre os objetivos das firmas brasileiras que, a despeito do aparente

rigor da lei brasileira de dividendos mínimos, usam subterfúgios legais para reter o lucro líquido do exercício. Enquanto que a hipótese de oportunidades de investimento prevê que as firmas que não pagam dividendos invistam mais antes da crise de 2008 (e que essa diferença desapareça com a crise), a hipótese de expropriação não prevê diferenças sistemáticas antes ou após o início crise de 2008.

A análise dos dados imediatamente antes da crise de 2008 mostra que, contrariamente à evidência norte-americana, as empresas com ações listadas na Bovespa que não pagavam dividendos investiam, em média, 7,0% do ativo imobilizado do trimestre anterior contra 8,0% do grupo que pagava dividendos, uma diferença de 1%. Ao controlarmos por características específicas das firmas, essa diferença diminui para 0,2% (p-valor de 89,0%), consistentemente com a hipótese de expropriação de minoritários.

Todavia, usar regressões *cross-section* para comparar o nível de investimento entre pagadores e não pagadores de dividendos pode trazer resultados inconsistentes, dado que os dois grupos de empresas provavelmente diferem em relação a uma característica dos gestores que é importante tanto para a decisão de investimento como para a decisão de burlar as regras de dividendo mínimo: a propensão a tomar risco. Para controlar por essa característica não observável, fixarei a amostra de firmas que pagam e não pagam dividendos anteriormente à crise e verificarei a diferença de investimento dos dois grupos após a crise. Esse procedimento de diferenças em diferenças é robusto à omissão de características não observáveis que sejam constantes no período amostral.

Ao implementarmos a abordagem de diferenças em diferenças, mais uma vez obtemos evidência favorável à hipótese de expropriação dos minoritários: a crise não fez com que o grupo que não pagava dividendos aumentasse seu investimento relativamente aos que pagam dividendos. O não pagamento de dividendos em 2008 só faz com que o investimento de 2009 aumente, quando restringimos a atenção à amostra de firmas com endividamento acima da mediana da amostra. Ao repetirmos a análise de diferenças em diferenças para os anos entre 2005 e 2008, não encontramos que pagamento de dividendos diminua o investimento do ano subsequente, mesmo quando restringimos a amostra às firmas mais alavancadas. A conclusão da análise, portanto, é que, com exceção de períodos de forte restrição ao crédito, a regra brasileira de dividendos mínimos

protege os acionistas minoritários, sem prejudicar a capacidade das firmas financiarem oportunidades de investimento.

O restante deste trabalho está organizado da seguinte forma. A seção 2 descreve a lei de dividendo mínimo obrigatório no Brasil. A seção 3 mostra a comparação entre Brasil e Estados Unidos na distribuição de proventos. A seção 4 analisa a relação entre investimentos e pagamento de dividendos antes e depois da crise de 2009, mostrando que o receio de restrição de crédito explica por que as empresas mais endividadas não pagaram dividendos em 2008. A seção 5 mostra, entretanto, que tal receio não era relevante antes de 2008. Por fim, a seção 6 conclui.