

3

Comparações entre Brasil e Estados Unidos

3.1

Seleção da Amostra e Estatísticas Descritivas

O objetivo central desta seção é estudar o impacto de leis de dividendos mínimos nas empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, coletei uma amostra de dados trimestrais de todas as empresas listadas na Bovespa que tiveram alguma negociação em cada trimestre entre os anos de 2005 a 2009. Entidades financeiras foram expurgadas da amostra, devido a questões de regulação pertinentes ao setor. Após essas exclusões, a amostra consiste de 223 empresas em 2005, crescendo anualmente até chegar a 315 em 2009.⁸

A principal base de dados é o Economática, e a variável de interesse mais relevante é o volume de dividendos pagos pelas empresas.⁹ Quando não expressamente especificado, a informação sobre o pagamento de dividendos foi retirada da linha “Dividendos Pagos”, disponível no Relatório do Fluxo de Caixa. Tal informação só está disponível a partir de 2005. Daí resulta o período amostral acima especificado.

A tabela 6 mostra que, em média, 62% das empresas da amostra pagam dividendos anualmente. Esse é um número alto comparando-se, por exemplo, com o mercado norte-americano. Na década de 1990, Fama e French (2001) mostram que apenas 20% das empresas norte-americanas no COMPUSTAT e CRSP distribuíram proventos, seguindo uma tendência de queda desde 1970, quando o percentual atingiu 50%. A alta distribuição de lucros na Bovespa é também verificada quando se compara o *dividend yield* médio da bolsa brasileira, 4,2%, contra 1,89% do S&P-500, isto é, o índice das 500 maiores empresas da NYSE.

⁸ Todas variáveis aqui apresentadas são referentes a detentores de ações ordinárias, isto é, com direito a voto. Somente quando não houvesse ação ordinária em negociação, utilizou-se dados referentes a ações preferenciais.

⁹ Em todas as bases de dados utilizadas considera-se “juros sobre capital próprio” (JSCP) em conjunto com dividendos (não existe divisão na apuração destes dois números). Também: em geral, as empresas utilizam juros sobre capital dentro do limite máximo permitido (devido ao ganho fiscal) e, apenas como complemento, dividendos. Seguindo a literatura e devido a questões práticas, iremos ignorar essa diferenciação: sempre que falarmos em “dividendos”, estaremos incluindo JSCP.

(O *Dividend yield* é a divisão de dividendo pago pelo preço da ação no início do trimestre, sendo o período de análise entre 1994 a 2009).¹⁰

3.2

Impostos

Desde 1996, a legislação brasileira induz incentivos à distribuição de ganhos pelas empresas sob a forma de dividendos, dado que existe isenção tributária para pessoa física (lei 9.249/1995). Adicionalmente, foi criada na legislação brasileira uma forma de distribuir dividendos através do juro sobre capital próprio (JSCP), que permite às empresas deduzir o pagamento efetuado das despesas operacionais, diminuindo o lucro e, conseqüentemente, a carga tributária. Desse modo, o juro sobre capital próprio possui tratamento semelhante à emissão de dívida, cujas despesas financeiras também afetam o resultado financeiro. Para que não se torne a única forma de remuneração ao acionista, a empresa deve respeitar um limite máximo à utilização do JSCP, que é equivalente ao patrimônio líquido vezes a taxa de juros de longo prazo (TJLP).¹¹ Apesar de haver imposto de 15% na pessoa física, pode-se argumentar que o juros sobre capital próprio implica em ganhos reais aos acionistas (ao menos em relação aos dividendos), pois hoje uma empresa paga acima de 30% de impostos sobre seu lucro.¹² O que ocorre na prática é a utilização de juros sobre capital próprio até o limite legal e, o restante, é distribuído por meio de dividendos.

Por fim, uma terceira forma de remunerar acionista é por meio de recompras de ações. Estas, apesar de não representarem um ganho imediato, induzem a ganhos de capital, hoje tributados em 15%.¹³

¹⁰ As diferenças apresentadas são consistentes ao longo do tempo. Ambos os dados foram coletados da base de dados Economática.

¹¹ A empresa ainda deve respeitar dois limites adicionais: cinquenta por cento do lucro do período de apuração a que corresponder o pagamento ou crédito dos juros, após a dedução da contribuição sobre o lucro líquido e antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros, ou; cinquenta por cento dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

¹² A alíquota de 15% sobre dividendos pagos sob a forma de juros sobre capital próprio (JSCP) incide somente sobre pessoas físicas e jurídicas. Entidades fechadas de previdência complementar não pagam impostos (lei 11.053/1994).

¹³ Ver lei 7.713/1988, artigos 2 e 3. Ganhos de capital são referente ao acionista e, portanto, não há como serem contabilizados como despesa financeira da empresa. Isto significa que tais ganhos não podem ser deduzidos do lucro líquido da firma.

Ao comparar as regras tributárias acima descritas com as que existem nos Estados Unidos, nota-se uma clara distinção. Nos Estados Unidos, dividendos e ganhos de capital são tributados de maneira muito parecida, com percentuais entre 15% e 35%, dependendo do intervalo de tempo que o investidor possui o ativo e, a sua faixa de tributação.¹⁴ Dessa forma, ao contrário do que se verifica no Brasil, a legislação norte-americana opta por não favorecer nenhuma forma específica de retorno a acionistas.

3.3

Comparação Brasil e EUA Utilizando Dados do Economática

Pode-se argumentar que as diferenças entre Brasil e Estados Unidos apontadas na seção 3.1. são causadas pelo fato de que, diferentemente das empresas brasileiras, as americanas freqüentemente usam recompras de ações como instrumento para distribuição de proventos. De fato, Fama e French (2001) mostram que, do total de ganhos em empresas norte-americanas, 45,24% são distribuídos sob a forma de dividendos, enquanto um percentual entre 14,95% e 31,42% é gasto em recompra de ações.¹⁵ Dito isto, mesmo somando-se recompras aos dividendos nos Estados Unidos, o *payout* norte-americano seria de 1,56% contra 2,95% verificado no Brasil.¹⁶

Diferenças no tamanho médio das firmas brasileiras e americanas também não explicam o maior *payout* das empresas brasileiras. Quando se comparam empresas de tamanho similar (painel B), verifica-se novamente maior distribuição entre as firmas brasileiras. A análise setorial do painel C, no entanto, não permite

¹⁴ Para conseguir atingir a mínima tributação (15%), por exemplo, um investidor teria de permanecer com a ação durante um ano (em caso de ganhos de capital) ou, durante 120 dias em torno da data *ex-dividend* (em caso de distribuição de dividendos). De todo modo, um investidor que esteja na faixa de imposto de renda de 10% nunca terá de pagar mais do que esse percentual sobre qualquer lucro auferido em seus investimentos com ações.

¹⁵ Esses limiares são, na verdade, formas diferentes de calcular as recompras. O limiar inferior considera somente recompras líquidas, isto é, a variação das ações em tesouraria. O limiar superior considera o total de recompras e, portanto, superestima o valor das recompras, dado que as empresas podem ter feito uma emissão secundária posteriormente à recompra.

¹⁶ O *payout* norte-americano foi calculado utilizando-se o limiar superior de recompras, isto é, 31,42% dos ganhos. Dessa forma, adiconou-se esse “fator de correção” sobre o *dividend yield* médio dos EUA no período (a conta final é, portanto, 1,07% sobre 1 menos 31,42%). A análise acima é conservadora sobre diversas ópticas: (i) o percentual de recompras utilizado é o maior possível e, mesmo Fama e French (2001), não consideram esse número o mais correto; (ii) no caso brasileiro desprezei qualquer uso de recompras pelas empresas aqui estabelecidas (caso fossem contabilizadas, a diferença seria ainda maior).

afirmar que a alta distribuição de proventos da Bovespa é consistente entre todos os setores da economia.

O número de empresas listadas na Bovespa que paga dividendos e o montante médio pago são surpreendentes. Isso porque o Brasil é freqüentemente citado na literatura como um país que oferece fraca proteção a acionistas minoritários, o que deveria implicar uma menor distribuição do fluxo de caixa gerado sob a forma de dividendos. Como se verifica o contrário, pode-se concluir que o alto pagamento de dividendos da Bovespa deve estar associado à regra de dividendos mínimos.