

5

Investimento e dividendo fora da crise de 2009

A análise apresentada na seção 4 sugere que o temor de restrição de crédito explica por que as empresas mais endividadas não pagam dividendos. Presumivelmente, o temor de restrição de crédito atingiu o seu pico em 2008. Em anos anteriores, portanto, espera-se que o receio de restrição de crédito seja um fator muito menos relevante para a decisão de distribuição de dividendos. Para testar essa hipótese, replicarei as regressões da seção 4 para o período de 2005 a 2008.²² Anualmente eu defino quem são as firmas lucrativas que pagam e não pagam dividendos e, posteriormente, verifico diferenças de investimentos entre os dois grupos de empresas no ano subsequente.

A tabela 12 mostra os resultados do estimador de diferenças em diferenças para os anos anteriores à crise, considerando a amostra completa. Para facilitar a comparação, a tabela repete os resultados da regressão da variação de investimento no ano 2008-2009. O coeficiente de interesse, β , não é significativo em qualquer uma das regressões. Por outro lado, ao restringirmos a amostra às empresas mais endividadas (tabela 13), o resultado positivo e significativo anteriormente apresentado só aparece na amostra de 2008-2009.

Conclui-se assim que ao repetirmos a análise de diferenças em diferenças para os anos entre 2005 e 2008, não encontramos evidência de 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 em financiarem oportunidades de investimento.

²² Na verdade, podem ter ocorrido, por exemplo crises setoriais. Estas, por sua vez, serão captadas pelas variáveis binárias setoriais incluídas nas regressões. O relevante para o exercício aqui proposto são crises sistêmicas, em especial, apertos de créditos.