

## Introdução

Em agosto de 1993, o governo federal implantou um imposto de 0,25 por cento sobre as transações financeiras no Brasil. Tal tributo – hoje chamado de Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira (CPMF) – gerou um acirrado debate na mídia sobre seus custos e benefícios. Por um lado, os defensores da CPMF apontam a importância da mesma para as finanças públicas. Em 2001, este tributo representou quase nove por cento de toda a arrecadação federal. Por outro lado, os críticos enfatizam as distorções inerentes a um tributo sobre transações. Entre as distorções, atribui-se à CPMF o esvaziamento recente do mercado de ações brasileiro. Por exemplo, de 1998 a 2002, o número de empresas que abriram capital foi menos da metade do número em 1994, e o volume de transações, que havia mais que duplicado de 1994 a 1997, reduziu-se desde então, chegando em 2001 a quase metade do volume de 1997. Frente a esses números, em julho de 2002, a contribuição deixou de incidir sobre as transações em bolsa, sendo mantida, entretanto, para as demais transações financeiras.

Neste trabalho, mostraremos que o impacto da CPMF na bolsa não ficou restrito ao decréscimo do volume de ações negociadas. A CPMF também provocou mudanças na importância relativa de diferentes estilos de investimento e de diferentes políticas de dividendos. Mais precisamente, mostraremos evidência que a taxa sobre as transações reduziu o volume negociado de ações cujos preços são relativamente altos vis-à-vis os lucros de suas firmas – ou seja, ações com estilo de investimento do tipo crescimento – e de ações de firmas que pagam menos dividendos. Paradoxalmente, este último resultado sugere que, ao gerar incentivos para uma maior distribuição de dividendos, a CPMF protegeu acionistas minoritários, apesar do aumento dos custos de transação no mercado acionário.

Para avaliar o impacto da CPMF no volume negociado em ações brasileiras, usamos uma amostra de 545 ações negociadas na Bovespa entre o primeiro trimestre de 1990 e o segundo trimestre de 2002. Nesta amostra, a

adoção da alíquota de 0,38 por cento (alíquota máxima no período) sobre o valor das transações em bolsa provocou uma queda de 19 por cento no volume negociado comparado à fase em que a alíquota foi zero. Esta queda já leva em consideração outros fatores que poderiam implicar mudanças no mercado acionário independentemente da introdução da CPMF, por exemplo, o desempenho macroeconômico, choques negativos e positivos na economia e mudanças nas características das firmas.

A análise dos dados também mostra que a queda de 19 por cento no volume negociado não foi uniformemente distribuída entre as ações. O aumento da alíquota da CPMF de zero para 0,38 implicou uma perda de 51 por cento no volume negociado das ações de estilo crescimento (i.e., ações cujas razões entre preço e lucro estão no quartil superior da amostra), enquanto as ações do estilo valor (i.e., razão entre preço e lucro no quartil inferior) tiveram uma queda de 21 por cento. Este diferencial de queda no volume entre os estilos valor e crescimento é consistente com o argumento básico de Fama e French (1992) que diferenças nos estilos valor e crescimento determinam retornos e estratégias de investimento.

Para investigar o efeito da CPMF nas ações de firmas com diferentes políticas de dividendos, coletamos informações sobre o payout (dividendos distribuídos sobre lucros) das firmas na nossa amostra. Considerando a CPMF sob a alíquota de 0,38 por cento, ações de firmas cujos payouts estão abaixo da mediana da amostra tiveram uma redução do volume negociado de 33 por cento vis-à-vis o período com alíquota zero. Em contraste, a CPMF implicou uma redução de 11 por cento no volume transacionado de ações cujos payouts estão acima da mediana. Firmas que pagam mais dividendos, portanto, foram menos afetadas pela CPMF. Este resultado sugere que a CPMF criou incentivos para estruturas de governança que, por garantir políticas agressivas de dividendos, protejam os direitos de acionistas minoritários.

Mas, que mecanismo de governança a CPMF teria induzido? Reese e Weisbach (2002) mostram que, em países que oferecem pouca proteção aos minoritários, firmas que listam suas ações nas bolsas americanas aumentam a emissão de ações nos seus países de origem; aumento este que os autores interpretam como evidência de que o órgão regulador do mercado de capitais

americano (o Security and Exchange Commission) também oferece proteção a acionistas minoritários fora dos Estados Unidos.

De fato, a introdução da CPMF na Bovespa foi acompanhada de um aumento considerável de firmas brasileiras que passaram a listar suas ações nos Estados Unidos através de American Depositary Receipts (ADRs). Tudo o mais constante, as ações destas empresas são mais negociadas na Bovespa, consistentemente com a evidência em Reese e Weisbach (2002). A análise dos dados mostra, entretanto, que o efeito positivo da ADR sobre o volume de transações na Bovespa não decresce com a alíquota da CPMF.

Apesar de este ser o primeiro trabalho que avalia empiricamente o impacto da CPMF sobre o mercado acionário no Brasil, existem estudos sobre tributos em bolsas de outros países. Avaliando um tributo sobre transações na bolsa sueca, Umlauf (1993) mostra que, em 1986, o anúncio de um aumento na alíquota de 0,5 para um por cento levou à perda de 60 por cento do volume de negócios entre as 11 ações mais transacionadas. Umlauf também aponta que, em resposta aos custos de transação, as firmas optaram por emitir ações em Londres, onde há isenção de impostos para ações suecas.

Nesta mesma linha de pesquisa, Campbell e Froot (1993) analisam a adoção de impostos sobre transações de ativos financeiros na Inglaterra e obtêm resultados parecidos com os encontrados para a Suécia. Finalmente, Coelho, Ebrill e Summers (2001) avaliam a experiência latino-americana de impostos semelhantes à CPMF e, para o Brasil, atribuem o aumento das transações com ADRs à implementação deste imposto. No entanto, este último estudo não utiliza nenhum teste estatístico para mostrar se este efeito teria ocorrido independentemente de outras variáveis.

O trabalho segue da seguinte forma. Na seção 2, exploramos razões para que os efeitos da CPMF no volume negociado das ações sejam sensíveis aos estilos de investimento (valor e crescimento) e à política de dividendos. Na seção 3, discutimos a evolução da CPMF no Brasil e o comportamento do mercado acionário brasileiro após a introdução desse tributo. Na seção 4, descrevemos os dados, a amostra utilizada e fazemos uma análise preliminar a partir de testes univariados. Na seção 5, apresentamos o modelo empírico e os resultados obtidos. Finalmente, a seção 6 conclui o trabalho.