

1 Introdução

A política de distribuição de dividendos têm despertado o interesse de economistas do século passado, e nas últimas cinco décadas foi objeto de uma intensa modelagem teórica e de testes empíricos. Um grande número de modelos é conflitante entre si (todos sem grande suporte empírico), e definem as tentativas de explicar o comportamento da distribuição de lucros. Os trabalhos iniciais na teoria de política de dividendos foram na tentativa da previsão do efeito do dividendo no preço das ações. Três escolas emergiram ao longo do século passado. A primeira acredita que os dividendos são atrativos e que têm uma influência positiva sobre os preços das ações. A segunda acredita que os preços sofrem uma influência negativa com percentual do lucro distribuído. O terceiro grupo de teóricos, afirma que a política de dividendo é irrelevante na precificação das ações.

A teoria e os modelos empíricos são mais bem divididos em diferentes grupos, de forma a separar melhor seus propósitos. Podemos agrupar segundo um critério de classificação que depende da natureza do mercado e/ou, do tipo de racionalidade do investidor. Estes modelos são, usualmente, segregados por serem de informação completa, modelos de informação assimétrica ou modelos utilizando princípios comportamentais (behavior finance).

1.1 Modelo de informação completa – fator de impostos

Os modelos ajustados por impostos, assumem que o investidor requer retornos maiores para ações que pagam altas taxas de dividendos. A imposição de impostos no pagamento de dividendo causa um aumento no retorno da ação antes de impostos. Sob a luz da teoria de mercado de capitais, o investidor paga um preço menor para estas ações, porque têm que pagar impostos maiores no pagamento de dividendos.

Os modelos de informação completa assumem que o investidor maximiza a utilidade de sua riqueza após pagarem os impostos. Se existir um diferencial entre impostos de ganhos de capital e de dividendos, a maximização da renda do

investidor não implicará mais na maximização do valor da firma (Auerbach, 1979a).

Uma consequência deste modelo quando ajustado ao risco é que deve existir uma divisão de investidores conforme o pagamento de impostos sobre dividendos, conhecido como efeito clientela. Portanto, os investidores com maiores taxas sobre ganho de capital têm uma tendência a preferir empresas que tenham uma taxa de dividendo maior, no caso de uma estrutura de impostos parecida com a dos Estados Unidos (Miller, 1986 e Miller e Scholes, 1978).

1.2 Modelos de informação assimétrica

A imperfeição de mercado devido à informação assimétrica é à base de três linhas distintas para explicar a política de dividendo. Classificamos estes modelos como de sinalização de dividendos, de custos de agência ou de hipótese de fluxo de caixa livre.

A exploração da informação assimétrica entre executivos de empresas e os acionistas, através de mudanças não esperadas na política de dividendo, é o coração dos modelos de sinalização de dividendos. A teoria acredita que a política de dividendo é um modo de transmitir uma mensagem ao mercado, o qual tem um custo menor e maior eficácia quando comparado com outras maneiras de fazê-lo. O uso de dividendos como meio de sinalização implica que os métodos alternativos não são substitutos perfeitos (Asquith e Mullins, 1986).

A teoria de custo de agência utiliza a política de dividendo como explicação de uma forma para fazer um alinhamento melhor entre os interesses e incentivos dos acionistas e dos executivos. Através desta, busca-se explicar a estrutura de capital como resultado do processo de minimização dos custos associados à separação entre o controle e os sócios da empresa.

Observa-se que os custos de agência são menores em empresas onde os altos executivos têm um percentual da empresa, pois desta maneira os interesses dos acionistas e executivos são mais bem alinhados. Outra observação empírica é que acionistas que têm um percentual grande da empresa são mais capazes de “tomar conta” dos executivos e, desta maneira, se reduz o custo de agência.

Os problemas de agência que resultam da informação assimétrica, podem criar transferência de riqueza entre os detentores de dívida e os acionistas da

empresa, através da aceitação de investimentos de alto risco quando comparados ao retorno. A política de dividendo influencia de duas maneiras. A primeira através do conflito entre detentores de dívida e os acionistas que são governados pelos *covenants* dos títulos emitidos. A segunda, através de um efeito em que a política de dividendos reduz os custos de agência, devido ao aumento de seu monitoramento pelo mercado de capitais. A distribuição de altos dividendos reduz o caixa disponível para o consumo e oportunidades de investimento, e requerem que os executivos continuem necessitando do mercado de capitais para seu financiamento, e assim reduzindo o custo de agência.

A hipótese de fluxo de caixa livre é uma combinação *ad hoc* da teoria de sinalização e da teoria do custo de agência. Os executivos devem trabalhar no interesse dos acionistas e devem investir em todas as oportunidades lucrativas. A separação entre a gestão da empresa e os acionistas, levam a que os executivos caiam na tentação (interesses não estão alinhados) de consumir ou gastar o excesso de caixa. Os dividendos e os juros de dívida reduzem o fluxo de caixa livre, de reduzindo assim a possibilidade dos executivos investirem em projetos com valores presentes marginais negativos ou em outros tipos de expropriações.

1.3 Modelos comportamentais

Nenhum paradigma é tão discutido como o comportamento da distribuição de lucros através de dividendos. O comportamento do investidor é influenciado pelas normas sociais e suas atitudes. Infelizmente, esta motivação têm sido ignorada pelos teóricos, na maior parte do tempo, devido a dificuldade de introduzir comportamento do investidor nos modelos tradicionais de precificação.

Os investidores se deparam com incerteza (distribuição de probabilidade desconhecida), e não com o risco, ou seja, a falta de capacidade de julgamento e de senso de realidade. Pressões sociais levam a erros e as operações executadas pelos acionistas não podem ser explicadas logicamente. Estes erros de julgamento não são somente erros, mas lapsos de racionalidade na escolha de investimentos (Knight, 1964).

A política de dividendo, nos EUA, é inconsistente com a maximização da riqueza do acionista e então deve ser mais bem explicada pela adição de um paradigma comportamental socioeconômico. O percentual de distribuição do lucro

pode ser vista como uma repercussão socioeconômica da evolução da empresa e, então, a informação assimétrica entre gerentes e acionistas leva o dividendo a ser pagos de forma a aumentar a atratividade da ação (Frankfurter e Lane 1992).

Obtemos outra explicação socioeconômica através da observação de relações sistemáticas entre o tipo de indústria e a política de dividendos onde os executivos de determinada empresa são influenciados pelos executivos de outras empresas concorrentes, quando determinam o nível de distribuição do lucro. Estes executivos podem modificar a política de dividendo conforme desejem agradar ao acionista e, assim, reduzir sua ansiedade.

Na linha de modelos comportamentais, um trabalho interessante foi desenvolvido por Feldstein e Green (1983) sobre a decisão da distribuição do dividendo, como sendo o último passo de um processo que avalia cinco fontes de informação. Primeiro, a política de dividendo é uma consequência das necessidades de consumo do investidor. O imposto devido pelo recebimento do dividendo é menor que o custo de transação de venda de ações pra fornecer a renda. Segundo, o valor de mercado do lucro retido é menor que o valor de mercado do dividendo. Terceiro, o pagamento do dividendo é consistente com o crescimento sustentado da empresa, e com a relação ótima de dívida/ações. Quarto, o pagamento do dividendo é uma forma de separação entre os donos da empresa e seus executivos e são utilizados para reduzir os custos de agência e para sinalização ao mercado. Finalmente, através da informação assimétrica e dos custos de agência apresentados pelo modelo, o paradigma não é dependente de imperfeições de mercado. O envolvimento do investidor em diversos passivos tributários e objetivos de diversificação num equilíbrio de resultados incertos resulta no pagamento de dividendos.

Um outro modelo explica as motivações do dividendo utilizando a teoria do autocontrole e de teoria de escolha sobre incerteza. Dividendos e ganhos de capital não são substitutos perfeitos devido à falta de capacidade de autocontrole. A separação do dinheiro mentalmente através de contas é benéfica para pessoas que possuem dificuldade de ter autocontrole. Os dividendos são preferidos, pois fornecem uma maneira automática de controlar o nível de gastos. Poderíamos fazer uma comparação destes investidores, com pessoas que fazem dietas, onde regras ajudam no auto controle, como por exemplo: “não coma açúcar” é uma

regra de bolso, assim como: “consoma somente o dividendo e não venda as ações” (Sefrin e Statman, 1984).

Na linha de pesquisa de executivos, Lintner (1956), entrevistou presidentes e diretores financeiros e descobriu que a política de dividendo é uma variável ativa de decisão, porque eles acreditam que uma distribuição de dividendos estável leva a um número menor de reações negativas do investidor. Estudos mais recentes verificam-se que a política de dividendos se manteve inalterado nos últimos 30 anos. Os dividendos são pagos porque os acionistas esperam que os dividendos aumentem, e os executivos acreditam que os acionistas querem receber os dividendos. Os executivos acreditam que os dividendos são importantes para manter ou aumentar os preços das ações, e para atrair novos investidores.

1.4 Objetivos

O propósito desta dissertação é apresentar um teste de modelo de informação completa, baseado na teoria da CAPM depois de impostos. Este teste quando aplicado no mercado americano mostra uma relação positiva entre os retorno de ações e as taxas de dividendos. Historicamente, as políticas de impostos americanas têm penalizado a renda que vêm do dividendo em relação aos ganhos de capital. Isto foi sugerido por Litzemberger e Ramaswamy (1979, 1982), e outros que esta estrutura de impostos levaria ao investidor, penalizar estas ações, exigindo um retorno antes de impostos superior para ações que em uma alta proporção do retorno devido ao dividendo, .

Em contraste, no Brasil, o sistema tributário trata de forma leniente a renda advinda do dividendo, quando comparada ao ganho de capital. Portanto, um modelo baseado em impostos deveria ter um resultado oposto ao observado no mercado americano. O ônus de ter um retorno de capital maior deve recair sobre empresas que distribuem menos dividendos, e, portanto deveria existir uma relação negativa entre a taxa de dividendo e o retorno ajustado ao risco.

1.5 Organização

A dissertação está dividida da seguinte forma. No segundo capítulo apresenta-se uma revisão bibliográfica dos principais artigos publicados na

literatura internacional e brasileira. No terceiro capítulo explicamos o sistema tributário e societário brasileiro, no que se refere a ganhos de capital e dividendos, e suas diferenças para os de outros países. No quarto capítulo desenvolvemos o arcabouço estatístico para testarmos o modelo teórico. No quinto capítulo, fazemos a análise empírica do modelo no mercado brasileiro. No sexto e último capítulo, fazemos a conclusão do trabalho. Nos apêndices, apresentamos os pontos mais relevantes na legislação societária e tributária brasileira, que se referem a ganhos de capital e dividendos e dados da amostra.