



Vol. 6, No.1

Vitória-ES, Jan – Abr 2009

p. 62-81

ISSN 1807-734X

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2009.6.1.4>

O Crescimento da Remuneração Direta aos Acionistas no Brasil: Economia de Impostos ou Mudança de Características das Firms?

Ricardo D. Brito [†]

IBMEC SP

Mônica R. Lima ^Ω

BB-DTVM and IBMEC RJ

Júlio C. Silva ^Ψ

EMBRATEL

RESUMO: Este trabalho demonstra que o aumento na distribuição de proventos em dinheiro pelas companhias brasileiras deveu-se a um crescimento na propensão a remunerar os acionistas e não às mudanças de características das empresas. Diferentemente dos EUA, a atual estrutura tributária brasileira favorece a remuneração direta, tornando as empresas mais propensas a tal. Analisando separadamente dividendos e juros sobre o capital próprio, observa-se que os juros sobre o capital próprio tornaram-se o principal mecanismo de distribuição direta. As firmas mais prováveis de remunerar diretamente caracterizam-se como as mais lucrativas, maiores e menos endividadas.

Palavras-chave: dividendos, juros sobre o capital próprio, tributos, política de remuneração.

Recebido em 20/04/2008; revisado em 15/07/2008; aceito em 24/03/2009.

Corresponding authors:

[†] Professor do IBMEC São Paulo
Endereço: Rua Quatá, 300, São Paulo – SP – Brasil –
CEP: 04546-042
e-mail: ricardodob@isp.edu.br
Telefone: (11) 4504-2431

^Ω Gerente da Divisão de Fundos de Renda Fixa BB-DTVM
Endereço: Rua Antonio Parreiras, 148, Apto 602, Rio de Janeiro – RJ – Brasil –
CEP: 22411-020
e-mail: mlima@bb.com.br
Telefone: (21) 2522.0578

^Ψ Analista da EMBRATEL
Endereço: Rua Ortiz Monteiro, no.152, 204, Rio de Janeiro – RJ – Brasil - CEP: 22245-100
e-mail: juliocg@embratel.com
Telefone: (21) 2121-8174

Nota dos autores: Agradecemos a Alexsandro B. Lopes (USP), Walter L. Ness Jr. (IAG/PUC-Rio) e Amaury J. Resende (FUCAPE) e Antônio Z. Sanvicente (Ibmec São Paulo) pelos comentários.

Nota do Editor: Este artigo foi aceito por Antonio Lopo Martinez.

1. INTRODUÇÃO

Na literatura norte-americana sobre política de remuneração ao investidor, um enigma importante é por que as companhias remuneram seus acionistas pagando dividendos, se estes apresentam uma desvantagem tributária quando comparados às formas alternativas de remuneração? Ignorados os eventuais aspectos de sinalização desta política, as firmas que pagam dividendos estariam se comportando ineficientemente, pois tal resultaria num aumento do custo do capital próprio.

No Brasil, em apenas 9 anos, entre 1992 e 2000, a legislação tributária sobre dividendos e ganhos de capital sofreu sete modificações. Com a reforma de 1996, a taxa final sobre dividendos ficou menor que a taxa sobre ganhos de capital. Nesta, também foram instituídos os juros sobre o capital próprio (JSCP) como forma alternativa de remuneração direta aos acionistas. A lei passou a permitir que os JSCP sejam contabilizados como despesa financeira e seu montante descontado do lucro passível de imposto de renda. Em 1997, outra modificação ampliou a vantagem dos JSCP, permitindo que estes sejam descontados da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido. Isto posto, no cenário brasileiro, seria mais vantajoso distribuir os resultados diretamente aos acionistas, pagando JSCP ou dividendos, que distribuir os resultados indiretamente aos acionistas via recompra de ações.

Simultaneamente às mudanças tributárias, percebe-se um aumento significativo no número de empresas que distribuíram seus resultados de forma direta. Enquanto no período 1990-1994, a média anual de empresas que distribuíram dividendos é de aproximadamente 40%, para o período 1997-2003, 60% das firmas brasileiras distribuíram seus resultados via dividendos ou JSCP.

Apesar da configuração tributária favorável, a evidência reportada por Silva e Brito (2005) é que as companhias brasileiras distribuem uma proporção pequena dos lucros relativamente às norte-americanas, e a conclusão de Ness Jr. e Zani (2001) que, embora tais modificações representem uma redução da carga fiscal, não parecem estimular as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

O presente trabalho complementa esta literatura ao analisar a evolução da remuneração direta no período das alterações tributárias, documentando eventuais mudanças temporais nas características fundamentais e/ou na propensão a remunerar. Objetivamente, buscamos responder às seguintes questões: o aumento da remuneração direta aos acionistas foi (i) devido às mudanças nas características fundamentais das empresas brasileiras? Ou (ii) devido às alterações na legislação tributária que incentivaram a distribuição dos resultados de forma direta?

Estruturamos o trabalho como Fama e French (2001). Primeiramente identificamos as características das empresas que distribuem seus resultados de forma direta daquelas que não os distribuem, através da análise de estatísticas univariadas e regressões logit. Ambas indicam que lucratividade, tamanho e endividamento devem afetar a decisão da companhia. As firmas mais lucrativas, maiores e menos endividadas têm maior probabilidade de distribuir proventos em dinheiro aos acionistas.¹

Separamos os mecanismos de distribuição direta entre dividendos e JSCP e percebemos que os dividendos ficaram relativamente estáveis ao longo dos anos, enquanto os JSCP cresceram a partir de 1997. Em 2003, a parcela do lucro líquido paga como dividendos

¹ Silva e Brito (2005), Heineberg e Procianny (2003) e Mota (2007) também chegam a conclusões semelhantes sobre os fatores determinantes do pagamento de proventos.

foi de 16%. Já os JSCP representaram 30% do lucro líquido do mesmo ano, indicando que as firmas brasileiras estão utilizando cada vez mais este mecanismo.

Finalmente, a análise dos dados brasileiros aponta que o aumento da remuneração direta pelas firmas ocorrido no mesmo período deveu-se a uma maior propensão a fazê-la, sem que simultaneamente sofressem mudanças significativas de suas características fundamentalistas. Ou seja, os dados favorecem a hipótese de economia de impostos relativamente à hipótese de mudança das características fundamentais. A maior probabilidade das firmas brasileiras distribuírem proventos está associada ao aumento dos benefícios tributários em fazê-lo, quando comparados a formas indiretas de remuneração ao acionista. Nosso resultado é diferente da evidência norte-americana documentada por Fama e French (2001), onde a diminuição dos dividendos foi causada conjuntamente pela mudança de características da firma média e redução da propensão a pagar proventos.

Além desta introdução, a próxima seção revisa a literatura sobre o tema. Descreve-se a amostra na seção 3. As características das companhias que remuneram diretamente seus acionistas são analisadas na seção 4. A seção 5 é dedicada à análise da propensão média a pagar proventos em dinheiro. Na seção 6, as alterações nas alíquotas de impostos são relacionadas ao aumento na propensão a remunerar o acionista. Por fim, a seção 7 faz as considerações finais.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Na moderna teoria de política de remuneração, destacamos o trabalho pioneiro de Lintner (1956), baseado em 28 entrevistas com executivos das maiores empresas norte-americanas. Sua amostra indicou que os diretores se preocupavam com a estabilidade dos dividendos, tinham o lucro esperado de médio prazo como principal determinante na definição do nível de dividendos e a planejavam a política de dividendos primeiro. Assim sendo, as empresas seguiriam uma política de dividendos bem definida, suave ao longo do tempo e gradualmente ajustável após elevações permanentes dos lucros. *O dividend payout* encontrado pelo autor foi de 50%, isto é, as empresas destinavam aproximadamente metade do lucro líquido aos acionistas como dividendos. Apesar de Lintner (1956) utilizar uma amostra pequena, e ser anterior ao clássico trabalho de Gordon (1959) e à moderna finanças corporativas teorizada a partir de Modigliani e Miller (1958), muitos outros reexaminaram sua estilização da política de dividendos e confirmaram a representatividade do resultado como Fama e Babiak (1968) ou Fama e French (2002).

A discussão contemporânea do impacto da política de remuneração no valor da firma começa com Gordon (1959), o qual afirma que os dividendos eram positivamente relacionados ao valor da firma. Sendo a avaliação da empresa dada pelo valor presente dos dividendos futuros descontados, quanto mais dividendos a empresa pagasse aos acionistas, maior seria seu preço de mercado. Numa extensão de Modigliani e Miller (1958), Miller e Modigliani (1961) contestam a visão de equilíbrio parcial de Gordon (1959). Demonstram que em um mundo sem impostos, com informação completa e competição perfeita, onde a política de investimentos é dada, a política de remuneração é irrelevante. Se este não vem a ser o caso na prática, então se deve buscar violações razoáveis das hipóteses de tributação neutra, informação completa e competição perfeita assumidas em Modigliani e Miller (1958).

Nos Estados Unidos, as alíquotas tributárias sobre dividendos pagos à pessoa física são maiores que as alíquotas sobre ganhos de capital. Abstraindo outros aspectos, acionistas sujeitos a esta estrutura tributária deveriam preferir remuneração via recompra de ações a

dividendos. Tal conformação torna mais difícil explicar porque um grande número de empresas norte-americanas mantêm históricos de consideráveis montantes em dividendos, dado o seu conseqüente aumento do custo do capital próprio.

Possíveis explicações são a da minimização do custo de agência, elaborada em trabalhos como Easterbrook (1984), ou a hipótese de sinalização, abordada em trabalhos como Miller e Rock (1985), onde os dividendos são, respectivamente, o método para alinhar os interesses dos diretores aos dos acionistas, ou a forma de sinalizar retorno num ambiente de informação assimétrica.

Dado o enigma do pagamento de dividendos, Jagannathan et al. (2000) apontam que as empresa norte-americanas que distribuem dividendos aos acionistas têm como características um fluxo de caixa operacional positivo e permanente, enquanto as empresas que recomparam suas ações são aquelas com fluxo de caixa operacional elevado porém volátil. Ou seja, a prática de recompra é uma forma de remuneração mais flexível.

Recentemente, trabalhos como Fama e French (2002) e Allen e Michaely (2003) vem documentando o desaparecimento gradual dos dividendos. Segundo os autores, a queda na proporção das empresas que distribuem dividendos deve-se tanto às mudanças das características das empresas, quanto a uma menor propensão a pagar por parte das mesmas. No Brasil, a vantagem de impostos se inverte, pois atualmente, a alíquota de imposto de renda a ser paga pela pessoa física é maior para ganhos de capital que para dividendos. Foram várias as mudanças entre 1992 e 2000 como descritas no Quadro 1. Observamos 7 cenários diferentes, onde a economia relativa de impostos se inverteu durante os anos. A partir de 1996, a vantagem passou a ser da distribuição direta de lucros, que deixam de ser tributados na pessoa física quando dividendos e puderam ser deduzidos do lucro tributável quando lançado contabilmente sob a forma de pagamento de JSCP até o limite de 50% do lucro líquido. Tudo mais constante, tanto a recompra das ações pelas próprias companhias emissoras, quanto a venda destas pelos investidores externos no mercado secundário tornaram-se piores alternativas de realização de ganhos pelo capital investido.²

² Além da configuração tributária desfavorável à recompra de ações, visando maior transparência do mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) fiscaliza as operações de recompra para evitar operações que envolvam resultados não-equitativos. Segundo o regulamento, as empresas que recomparam ações podem manter em tesouraria no máximo 10% de cada classe de ações consideradas *free float* (total das ações representativas do capital da companhia menos as de propriedade do acionista controlador).

Tabela 1: Evolução da estrutura brasileira de tributos sobre ganhos em ações

Período	Alíquota de imposto pago					
	pela Companhia sobre:			pelo Investidor sobre:		
	Lucros Distribuído	JSCP	Lucros Não-distribuídos	Dividendos	JSCP	Ganho de Capital
(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	
2000-2003	0.34	0.00	0.34	0.00	0.15	0.20
1997-1999	0.34	0.00	0.34	0.00	0.15	0.10
1996	0.34	0.09	0.34	0.00	0.15	0.10
1995	0.34	-	0.34	0.15	-	0.10
1994	0.34	-	0.34	0.15	-	0.25
1993	0.25	-	0.25	0.00	-	0.25
1990-1992	0.33	-	0.33	0.00	-	0.25

2.2. Valor líquido de impostos de \$1 dedicado a

Período	Dividendos:	JSCP:	Ganho de Capital:
	$\$(1-A)*(1-D)$	$\$(1-B)*(1-E)$	$\$(1-C)*(1-F)$
	(G)	(H)	(F)
2000-2003	0.66	0.85	0.53
1997-1999	0.66	0.85	0.59
1996	0.66	0.77	0.59
1995	0.56	-	0.59
1994	0.56	-	0.50
1993	0.75	-	0.56
1990-1992	0.67	-	0.50

2.3. Da dedução dos JSCP:

Da dedução dos JSCP: são dedutíveis do lucro real, os juros pagos a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitadas à variação pro rata dia da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP (Lei n.9249, de 1995, art. 9; RIR/1999, art. 347; e IN SRF n.93, de 1997, art. 29). O montante dos JSCP passíveis de dedução como despesa operacional limita-se ao maior dos seguintes valores (RIR/1999, art. 347, § 1o): (i) 50% do lucro líquido, após a dedução da contribuição social sobre o lucro líquido e antes da provisão para o imposto de renda e da dedução dos referidos juros; ou (ii) 50% dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros de períodos anteriores.

(continua na próxima página)

Tabela 1: Evolução da estrutura brasileira de tributos sobre ganhos em ações
(continuação)

2.4. Da tributação:

Os JSCP estão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de 15%. Conforme o beneficiário seja (RIR/1999, art. 347): (a) pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, pelo lucro presumido ou lucro arbitrado, os juros recebidos integram a base de cálculo do imposto de renda e o valor do imposto retido na fonte será considerado como antecipação do devido no período de apuração (Lei no 9.430, de 1996, art. 51); (b) no caso de pessoas jurídicas não tributadas com base no lucro real, lucro presumido ou arbitrado, inclusive isentas, e de pessoas físicas, os juros são considerados como rendimento de tributação definitiva, ou seja, os respectivos valores não serão incluídos nas declarações de rendimentos nem o imposto de renda que for retido na fonte poderá ser objeto de qualquer compensação.

Apesar da configuração tributária favorável, a evidência reportada por Silva e Brito (2005) para o período 1995-2001, é que as companhias brasileiras distribuem uma proporção pequena dos lucros relativamente às norte-americanas. Embora não investiguem eventuais mudanças temporais na estrutura de capital ou na propensão a remunerar em decorrência da modificação tributária ocorrida no período, tais autores indicam que as firmas mais lucrativas e menos endividadas distribuem uma maior proporção dos seus lucros. Heineberg e Procianoy (2003) e Mota (2007) confirmam a importância dos lucros e dividendos passados como fatores determinantes do pagamento de proventos.

Ness Jr. e Zani (2001) examinam se houve alteração na estrutura de capital das empresas em resposta a possibilidade de lançamento dos JSCP e concluem que embora representem uma redução da carga fiscal, não parecem estimular as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros. Estes autores também não investigam se houveram alterações nas características e/ou na propensão a remunerar das empresas, o objetivo do presente artigo.

3. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Utilizamos as informações contábeis disponíveis na base de dados da Economatica para as empresas brasileiras não-financeiras de capital aberto entre os anos de 1990 a 2003, devidamente corrigidas pela inflação do IGP-DI da Fundação Getúlio Vargas.

Primeiramente foram coletadas informações de 347 empresas. Deste total, 105 empresas apresentaram dados incompletos sendo descartadas. Com isso sobraram 242 empresas, as quais analisamos ao longo do trabalho. Na Tabela 2, reportamos o número total de empresas analisadas em cada ano, bem como o número de empresas nos diferentes grupos. A Tabela 1 apresenta a evolução anual do total de empresas não-financeiras divididas entre companhias que (i) pagam dividendos ou JSCP naquele ano, (ii) não pagam dividendos ou JSCP naquele ano, (iii) já pagaram dividendos ou JSCP em anos anteriores, e (iv) nunca pagaram dividendos nem JSCP.

Tabela 2: Evolução do número de empresas segundo a política de remuneração aos acionistas

Grupos:	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Todas as empresas	140	142	148	155	164	172	177
Pagadoras	69	54	43	61	68	88	88
Não-pagadoras	71	88	105	94	96	84	89
Já pagaram	0	23	39	26	27	16	28
Nunca Pagaram	71	65	66	68	69	68	61
Grupos:	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Todas as empresas	174	197	199	188	169	150	144
Pagadoras	98	120	113	114	106	86	85
Não-pagadoras	76	77	86	74	63	64	59
Já pagaram	28	26	46	40	44	49	47
Nunca Pagaram	48	51	40	34	19	15	12

Nota: Apresenta o número total de empresas analisadas em cada ano e o número de empresas classificadas nos diferentes grupos. As “Pagadoras” distribuem resultados diretamente no referido ano; as “Não-pagadoras” não distribuem lucros diretamente no referido ano. O grupo das “Não-pagadoras” foi subdividido em dois: firmas que nunca distribuíram lucros diretamente são chamadas de “Nunca pagaram” e as firmas que não distribuíram lucros diretamente naquele ano, mas o fizeram em algum ano anterior são chamadas de “Já pagaram”.

No Tabela 1, apresentamos a evolução da estrutura tributária no Brasil. Percebe-se que atualmente o maior retorno após impostos é dos JSCP. Porém esta vantagem se limita a uma razão payout de 50%. A partir deste limite, os dividendos voltam a ser os mais vantajosos, enquanto que as alíquotas de ganhos de capital permanecem as menos vantajosas, independente da razão payout e da forma como estes dividendos são contabilizados. Percebemos que foi a partir da mudança tributária de 1996 que a remuneração direta tornou-se significativamente vantajosa. Além desta, em 1997 ocorreu nova mudança na legislação que consolidou tal vantagem.

Vale ressaltar que as séries de dividendos encontrada na Economática são referentes ao ano anterior e sujeitos à legislação daquele ano. Portanto, os dividendos de 1997 são aqueles referentes ao exercício de 1996 e sujeito à legislação de 1996. Como a Economática agrega dividendos e JSCP numa mesma conta, tornou-se necessário recorrer à base de dados de proventos do site da Bovespa para medirmos a representatividade de cada um destes.

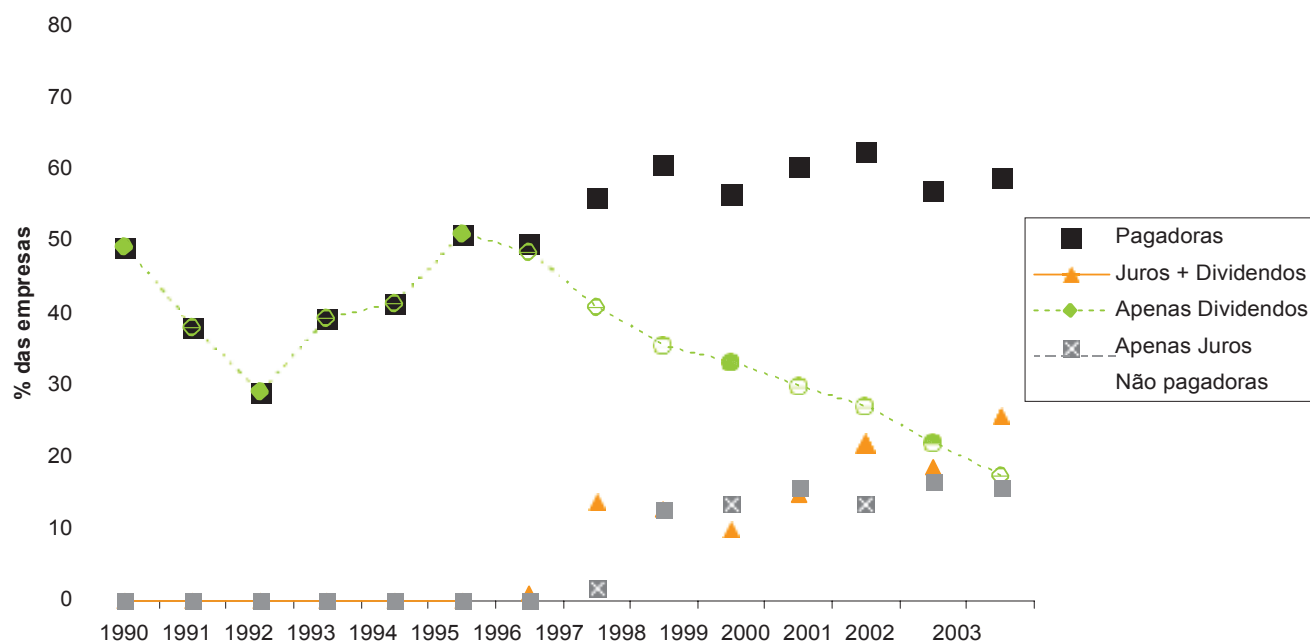


Figura 1. mostra a percentagem das firmas nos diferentes grupos dos dividendos. A firma deve possuir valor de mercado das ações no final de dezembro do ano t para fazer parte da amostra. Foram excluídas as firmas financeiras. Pagadoras distribuem diretamente seus resultados em t , não pagadoras não distribuem diretamente seus resultados em t . O grupo das pagadoras foi subdividido em três, firmas que remuneraram seus acionistas via dividendos mais juros, as firmas que remuneraram seus acionistas apenas com dividendos e as firmas que remuneraram seus acionistas apenas com juros sobre o capital próprio.

Figura 1

A Figura 1 apresenta a evolução anual percentual de empresas não-financeiras divididas entre companhias que (i) pagam dividendos e JSCP, (ii) pagam apenas dividendos, (iii) pagam apenas JSCP, e (iv) não pagam dividendos nem JSCP. Ainda que preliminarmente, a hipótese de economia de impostos pode ser verificada na Figura 1, que mostra a percentagem de empresas no grupo das pagadoras diretas (i.e. dividendos e/ou juros sobre capital próprio) aumentando a partir de 1996 acima do nível de 1990. Observa-se também a redução no número de firmas que só pagam dividendos, indicando alguma substituição entre dividendos e juros sobre capital próprio, permitida pela lei.

Uma análise superficial dos dados desagregados revela que, dentre as companhias que combinam dividendos e JSCP, a grande maioria atinge o limite de 50% do lucro líquido distribuído como JSCP. Informalmente, tal fato é uma indicação de que este subconjunto das empresas estariam utilizando toda a vantagem fiscal dos JSCP, antes de recorrer aos dividendos.³

³ Sendo nosso objetivo mensurar as mudanças nas firmas das características determinantes do pagamento de proventos e da propensão a pagá-los, não investigamos os aspectos determinantes da escolha entre dividendos e JSCP. Para tal, bem como uma identificação de quais firmas otimizam a vantagem fiscal dos JSCP, veja Mota (2007).

4. CARACTERÍSTICAS DAS FIRMAS QUE REMUNERARAM DIRETAMENTE SEUS ACIONISTAS

O objetivo desta seção é investigar as características fundamentais das empresas brasileiras que remuneraram diretamente seus acionistas de 1990 a 2003. Será que o aumento na quantidade de firmas que distribuem diretamente seus lucros foi devido a uma mudança das características fundamentais das novas empresas pagadoras na direção das pagadoras tradicionais? Será que a elevação do percentual médio dos lucros distribuídos foi devido a uma melhora generalizada nas características determinantes da sua distribuição? Para isso, analisaremos as características das empresas brasileiras através de estatísticas univariadas, separando-as em grupos distintos conforme pagadoras ou não-pagadoras. Embora ilustrativa dos padrões financeiros dos diferentes grupos de remuneradores, a análise univariada anual produz um grande volume de informações de síntese formal difícil, além de não controlar para outros efeitos. Portanto, para sintetizar os resultados deste painel com múltiplos fatores determinantes, estimamos modelos logit, onde proxies para lucratividade, investimento, tamanho e endividamento serão as variáveis independentes da equação, semelhante à Fama e French (2001).

Como medida de lucratividade temos a razão do lucro antes do imposto de renda sobre ativo total em valor contábil, E_t/A_t , chamado de retorno sobre o ativo (antes de impostos).

Tabela 3: Razões de lucratividade, investimentos, valor da firma, tamanho e alavancagem

	1990-1992	1993	1994	1995	1996	1997-1999	2000-2003
<i>E_t/A_t (percentual)</i>							
Todas as empresas	-1.62	-0.99	5.46	1.81	4.50	-0.52	0.77
Pagadoras	2.32	5.87	7.74	5.03	6.35	4.47	7.39
Não-pagadoras	-4.24	-5.44	3.82	-1.66	2.61	-7.55	-8.75
Já pagaram	-5.21	-12.93	4.25	18.22	12.60	-8.92	-7.48
Nunca pagaram	-4.04	-2.58	3.65	-6.48	-2.14	-6.61	-12.56
<i>dA_t/A_t (percentual)</i>							
Todas as empresas	1.50	-1.03	11.81	12.50	-0.90	-5.77	-4.64
Pagadoras	5.17	2.54	11.34	14.65	6.22	-11.70	-1.25
Não-pagadoras	-1.61	-3.34	12.15	10.21	-8.82	0.66	-9.47
Já pagaram	11.57	-12.79	2.85	2.45	-8.70	-15.26	-11.74
Nunca pagaram	0.03	0.27	15.84	12.06	-8.89	10.05	-3.30
<i>V_t/A_t (percentual)</i>							
Todas as empresas	85.44	114.32	127.42	96.69	117.07	116.86	125.91
Pagadoras	104.09	133.61	146.55	105.08	124.69	119.59	122.19
Não-pagadoras	75.09	102.02	113.93	87.79	109.27	113.64	131.02
Já pagaram	70.39	104.72	125.76	73.89	97.51	97.81	125.42
Nunca pagaram	76.38	100.98	109.23	91.11	114.85	122.98	150.26

(continua na próxima página)

Tabela 3: Razões de lucratividade, investimentos, valor da firma, tamanho e alavancagem (continuação)

	1990-1992	1993	1994	1995	1996	1997-1999	2000-2003
<i>ln(A_t)</i>							
Todas as empresas	13.54	13.58	13.65	13.74	13.92	14.03	14.06
Pagadoras	13.89	13.95	14.14	13.97	14.26	14.26	14.55
Não-pagadoras	13.31	13.34	13.30	13.50	13.56	13.72	13.35
Já pagaram	14.01	13.01	12.75	12.78	13.14	13.57	13.58
Nunca pagaram	13.18	13.46	13.52	13.67	13.77	13.76	12.70
<i>L_t/A_t (percentual)</i>							
Todas as empresas	46.55	42.75	42.80	51.75	55.29	59.25	70.76
Pagadoras	44.68	36.26	39.32	43.58	48.49	49.68	52.23
Não-pagadoras	47.72	46.89	45.25	60.42	62.25	72.58	97.57
Já pagaram	42.50	41.20	37.81	58.21	65.49	72.17	89.23
Nunca pagaram	48.32	49.07	48.20	60.94	60.72	73.27	125.59

Nota: Et, At, dAt=(At – At-1), MEt, Vt=(Lt+ MEt), BEt e Lt=(At – BEt) são lucro antes do imposto de renda, ativo total em valor contábil, investimento, valor de mercado das ações, valor de mercado total da firma, patrimônio líquido e passivo contábil total no ano t, reportando-se a média anual para os períodos 1990-1992, 1997-1999 e 2000-2003. As razões são calculadas por firma, sendo tomada a média das firmas em cada ano.

A Tabela 3 nos mostra que ao longo de todo o período, as empresas que distribuíram diretamente seus resultados foram as mais lucrativas. O retorno médio sobre o ativo no período 2000-2003 foi de 7,39% para as empresas que remuneraram diretamente seus acionistas, enquanto as empresas do grupo das não-pagadoras incorreram em perdas de 8,75%. Os resultados aqui encontrados são qualitativamente parecidos com os de Fama e French (2001), visto que no mercado norte-americano as empresas que pagam dividendos são as que possuem as maiores expectativas de lucratividade. No entanto, para o mercado americano detectou-se que as empresas que nunca pagaram são mais lucrativas que aquelas que já pagaram no passado, fenômeno que não ocorre no Brasil.

Nossas medidas de oportunidades de investimento são duas. A primeira é a medida direta de investimento corrente calculada pela variação percentual do ativo total, (dAt/At) e que pode servir como indicador para oportunidades de investimento se considerarmos que estes são persistentes no tempo. A segunda medida é a razão do valor de mercado total da firma pelo valor contábil do ativo total, Vt/At, que representa uma medida de investimentos futuros, mas também pode ser um indicador de lucratividade.

A partir da análise da Tabela 3 podemos notar que as decisões de investimento presente (dAt/At) e de remuneração do acionista não parece relacionadas. Também não é possível perceber uma relação clara entre a decisão de remunerar o acionista e as oportunidades de investimento futuras (Vt/At), dado que a vantagem das firmas pagadoras neste quesito no período 1990-1996 não se mantém no período 1997-2003. Portanto, não podemos inferir que o investimento seja determinante na decisão das firmas de pagar proventos em dinheiro aos acionistas.

O tamanho está representado na Tabela 3 como o logaritmo natural do ativo total em seu valor contábil. Por motivos como correção monetária do balanço, esta medida não é comparável ao longo do tempo, mas apenas entre grupos no mesmo ano. Para todo período da análise, vemos que as empresas que distribuíram os lucros diretamente eram as maiores firmas brasileiras. Este resultado parece de acordo com o encontrado para o mercado norte-americano. Fama e French (2002) consideram que firmas maiores são as mais sólidas e apresentam também fluxos de resultados menos voláteis que firmas menores. Porém o caso brasileiro merece uma qualificação. Diferentemente do esperado, as firmas que nunca pagaram não eram necessariamente as menores.

A medida de endividamento total sugerida por Fama e French (2001) é a razão do endividamento total da empresa, resultado da subtração do patrimônio líquido (BEt) do ativo total ($Lt=At-BEt$), dividido pelo seu ativo total, isto é Lt/At .

Quando analisamos os índices anuais de alavancagem entre os grupos, percebemos que as empresas que pagaram dividendos eram as menos endividadas na maioria dos anos. Entre as não-pagadoras, as que nunca pagaram eram as mais alavancadas, o que indica certa substitutibilidade entre remuneração direta e dívida.

Em conjunto, as evidências de que as firmas pagadoras são mais lucrativas, menos endividadas e não guardam relação com o investimento confirmam Silva e Brito (2005).

Para testar os efeitos marginais provocados pela lucratividade, investimentos, tamanho e alavancagem, efetuamos regressões do tipo logit anuais para o período 1990-2003 e tomamos as médias temporais dos coeficientes estimados como proposto por Fama e MacBeth (1973).

Pelo método de Fama e MacBeth (1973), ao invés de se calcular uma regressão seccional das médias temporais ou um painel, utiliza-se uma regressão seccional para cada ano sob análise:

$$y_{it} = x_{it}' \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad \forall i \quad \text{e para cada ano } t;$$

onde: y_{it} é a alavancagem da empresa i na data t ; x_{it} é um vetor com os valores dos fatores para a empresa i na data t ; λ_t é o vetor de sensibilidades seccionais da data t ; e ε_{it} é o termo de erro para a empresa i na data t . Então, das estimativas seccionais λ_t para cada t , calcula-se um vetor de sensibilidade média:

$$\hat{\lambda} = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \lambda_t^{\wedge} ;$$

e, dos desvios-padrões das estimativas seccionais computam-se os erros-padrão de $\hat{\lambda}$:

$$\sigma^2(\hat{\lambda}) = \frac{1}{T^2} \sum_{t=1}^T (\hat{\lambda}_t - \hat{\lambda})^2,$$

que estão divididos por T^2 porque são erros-padrão de médias amostrais.⁴

⁴ Ver Cochrane (2001) para uma comparação dos procedimentos de Fama & MacBeth, cross-section e painel.

Dado o nosso objetivo de fazer inferência sobre os coeficientes médios, a vantagem de Fama-MacBeth e seus desvios-padrões temporais é que as regressões anuais cumprem o papel de dummies ao permitirem a variação dos coeficientes ao longo do tempo e tais erros-padrão são robustos à correlação seccional dos resíduos.

Tabela 4: Regressões logit dos fatores determinantes da remuneração direta

	Intercepto	Et/At	dAt/At	Vt/At	ln(At)	Lt/At
<i>1991-2003</i>						
Coefficiente médio	-3.86	6.11	0.17	0.40	0.33	-2.01
estatística t	-5.64	5.24	0.60	3.07	6.43	-5.45
<i>1991-1995</i>						
Coefficiente médio	-3.38	3.35	0.25	0.67	0.22	-1.16
estatística t	-5.76	3.08	0.65	3.58	5.53	-5.18
<i>1996-2003</i>						
Coefficiente médio	-4.23	8.18	0.10	0.21	0.41	-2.65
estatística t	-3.85	5.45	0.26	1.39	5.65	-5.08

Nota: A variável dependente é 1 em cada ano t se a empresa distribui seus resultados de forma direta neste ano, ou zero caso contrário. As variáveis explicativas são: lucratividade (Et/At), crescimento dos ativos (dAt/At), razão do valor de mercado sobre valor contábil (Vt/At), tamanho da firma ($\ln(At)$) e endividamento (Lt/At). A tabela mostra os coeficientes médios das regressões e estatística t para médias (o desvio padrão temporal dos coeficientes dividido por $N^{1/2}$).

Podemos dizer que os coeficientes médios apresentados na Tabela 4 confirmam as interpretações da seção anterior que sugere que as empresas brasileiras mais lucrativas, maiores e menos endividadas têm maior probabilidade de distribuírem proventos.

A variável dA_t/A_t , que mede oportunidades de investimento e não demonstrava um padrão claro na Tabela 4, também não pareceu significativa na análise multivariada. A medida V_t/A_t mostrou-se significativa para toda a amostra durante o período 1991-2003, como consequência de sua significância para o subperíodo 1991-1995. Porém é insignificante para o subperíodo 1996-2001 e com sinais conflitantes entre subgrupos de empresas, como veremos na Tabela 5.

A priori, os resultados encontrados para lucratividade, tamanho, e endividamento são favoráveis as teorias de *pecking order* (Myers e Majluf, 1984; Myers, 1984) e *trade-off* (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986) naquilo que estas têm de coincidentes, bem como confirmam o encontrado em Silva e Brito (2005) para dados brasileiros.

Em resumo, da análise das características das empresas brasileiras, calculando-se estatísticas univariadas e regressões do tipo logit, percebemos que lucratividade, tamanho e endividamento afetam a decisão da empresa quanto a distribuir diretamente seus lucros. As firmas com maiores probabilidades de remunerar diretamente os acionistas são aquelas mais lucrativas, maiores em tamanho e menos endividadas.

5. A PROPENSÃO DAS EMPRESAS PARA DISTRIBUIR OS RESULTADOS DIRETAMENTE AOS ACIONISTAS

Resta portanto a pergunta se foi a variação das características fundamentais das companhias, ou a variação das suas propensões a remunerar que causou o aumento na distribuição direta de resultados. Ou seja, devemos analisar se o aumento médio na remuneração direta deveu-se a alterações nos fatores determinantes da remuneração, como lucratividade, tamanho e/ou alavancagem ao longo do período 1990-2003. Ou se tal aumento foi devido às companhias terem ficado mais propensas a pagar proventos, dados os fatores determinantes da remuneração.

Nesta seção, utilizamos as regressões logit para separar os efeitos das mudanças de características do aumento na propensão a pagar das firmas. A Tabela 4 mede tanto os efeitos do aumento da propensão das empresas a pagar proventos em dinheiro, quanto os efeitos das mudanças de características. O percentual observado de pagadoras é a percentagem de empresas que remuneraram os acionistas naquele ano, ou seja, a razão entre as firmas pagadoras e o número total de firmas. Obtivemos o percentual esperado de empresas pagadoras rodando regressões logit para cada ano entre 1990-1995, calculando as médias dos coeficientes angulares via Fama e MacBeth (1973) e então multiplicando estes coeficientes médios pelas características das empresas no respectivo ano. Variações na percentagem esperada significam mudanças nas características das empresas da amostra, pois fixamos os coeficientes como aqueles que foram estimados no período base 1990-1995. Já variações na diferença entre o percentual esperado e o percentual observado de pagadoras medem as mudanças na propensão a remunerar das empresas. Logo, um valor negativo indica que as empresas estão ficando mais propensas remunerarem diretamente os seus acionistas.

A percentagem esperada média de pagadoras entre 1990-1995 foi de 45,57%, um pouco abaixo da percentagem esperada média entre 1996-2003 que foi de 47,62%. Como a diferença foi de apenas 2,05%, e os respectivos desvios-padrões são de 2,24% e 0,59%, podemos dizer que as características das empresas não sofreram modificações significativas entre estes dois períodos. Ou seja, as características médias de lucratividade, tamanho e endividamento das empresas pagadoras no período base de 1990-1995 são similares as características das empresas no período 1996-2003.

Tabela 5: Percentual observado e esperado segundo as regressões logit

Período	Total de firmas	N. de pagadoras	Percentual observado	Percentual esperado	Desvio padrão	Esperado-Observado
1990-1995	154	64	41.59	45.57		-
1996	177	88	49.72	47.52	1.62	-2.20
1997	174	98	56.32	48.67	1.55	-7.65
1998	197	120	60.91	46.01	1.31	-14.90
1999	199	113	56.78	47.65	1.41	-9.13
2000	188	114	60.64	49.90	1.42	-10.74
2001	169	106	62.72	47.40	1.41	-15.32
2002	150	86	57.33	44.69	1.67	-12.64
2003	144	85	59.03	49.10	1.67	-9.93

Nota: Usamos como período base os anos de 1990-1995 para prevermos a proporção futura esperada de firmas pagadoras utilizando regressões logit. As variáveis explicativas são lucratividade (Et/At), taxa de crescimento dos ativos (dAt/At), razão market-to-book (Vt/At), tamanho ($\ln At$) e endividamento (Lt/At). Firmas corresponde ao número total de firmas da amostra e média para o período. N. de Pagadoras indica o número de empresas que remuneraram diretamente naquele ano. Percentagem observada é a percentagem de firmas pagadoras (razão das pagadoras sobre o número total de firmas, vezes 100). A percentagem esperada é estimada aplicando os coeficientes médios da regressão logit entre os anos de 1990-1995 nos valores das variáveis explicativas para cada firma em cada ano, somando todas as firmas, dividindo pelo número de firmas e multiplicando por 100. A evolução da percentagem esperada mede o efeito das mudanças de características na percentagem das firmas pagadoras. O desvio-padrão é o desvio-padrão do percentual esperado médio, calculado como a razão do desvio-padrão do percentual esperado pela raiz quadrada do número de firmas. Esperada-Observada mede o efeito da propensão a pagar.

Comparando o percentual observado com o percentual esperado, podemos inferir o tamanho da mudança na propensão a pagar das empresas brasileiras e sua significância. A diferença entre a percentagem esperada e a percentagem observada de empresas pagadoras aumentou entre 1995 e 2003, principalmente devido ao crescimento da percentagem observada. Isso indica um aumento significativo na propensão a pagar das firmas brasileiras para todos os anos de 1997 a 2003. A percentagem observada de pagadoras teve média de 41,59% para o período 1990-1995 e de 59,11% para o período 1996-2003. Tal evolução implica que a diferença média entre esperado e observado diminuiu de 3,98% no período 1990-1995 para -11,32% no período 1996-2003. Ou seja, as empresas brasileiras ficaram mais propensas a distribuir diretamente seus resultados dadas as suas características.

No que tange este aumento na propensão a pagar das empresas brasileiras, nossos resultados são contrários aos encontrados por Fama e French (2001) para os E.U.A.. Estes autores mostram que as firmas norte-americanas ficaram menos propensas a pagar dividendos. Entre 1978 e 1998, a diferença encontrada entre a percentagem esperada e a percentagem observada passou de -1,6% para 30,8% em 1998. Além disso, houve uma redução temporal significativa na percentagem esperada, que foi de 70% a 44,6% no mesmo período, indicando que também ocorreu uma profunda mudança nas características das firmas pagadoras.

Tabela 6: Regressões logit dos fatores determinantes da remuneração direta por grupo de firmas

	Intercepto	Et/At	dAt/At	Vt/At	ln(At)	Lt/At
<i>5.A. Firms que remuneraram diretamente no ano anterior</i>						
<i>1991-2003</i>						
Coefficiente médio	-7.46	8.61	0.95	9.65	0.49	-8.64
estatística t	-2.42	2.62	1.23	1.11	3.58	-1.19
<i>1991-1995</i>						
Coefficiente médio	-12.42	1.66	1.86	23.88	0.61	-19.75
estatística t	-1.72	0.25	1.51	1.14	1.90	-1.11
<i>1996-2003</i>						
Coefficiente médio	-4.35	12.95	0.38	0.76	0.41	-1.70
estatística t	-3.54	5.42	0.41	1.31	4.70	-2.05
<i>5.B. Firms que remuneraram diretamente em outros anos que não o anterior</i>						
<i>1992-2003</i>						
Coefficiente médio	-1.13	8.71	1.29	-4.49	0.23	0.72
estatística t	-0.50	2.89	1.03	-1.38	1.96	0.31
<i>1992-1995</i>						
Coefficiente médio	2.26	8.78	3.82	-7.87	0.02	4.27
estatística t	0.59	1.33	2.19	-1.07	0.11	0.82
<i>1996-2003</i>						
Coefficiente médio	-3.07	8.67	-0.16	-2.56	0.35	-1.31
estatística t	-1.24	3.02	-0.11	-0.97	2.48	-0.72
<i>5.C. Firms que nunca remuneraram diretamente até o ano anterior</i>						
<i>1991-2003</i>						
Coefficiente médio	-1.83	2.98	2.39	0.19	0.12	-3.34
estatística t	-1.65	1.18	2.66	0.41	1.26	-3.95
<i>1991-1995</i>						
Coefficiente médio	-1.61	1.98	3.28	0.46	-0.07	-1.48
estatística t	-0.85	0.92	3.71	0.91	-0.59	-1.60
<i>1996-2003</i>						
Coefficiente médio	-2.02	3.81	1.66	-0.03	0.27	-4.89
estatística t	-1.59	0.90	1.18	-0.04	2.70	-5.07

Nota: As regressões logit são estimadas separadamente para cada ano t de 1991-2003 para as firmas que (i) remuneraram diretamente no ano t-1, (ii) nunca distribuíram diretamente até o ano t-1, (iii) firmas que não distribuíram no ano t-1, mas distribuíram em anos anteriores (que já pagaram). A variável dependente é 1 se a firma distribuiu os resultados diretamente em t e zero caso contrário. As variáveis explicativas são lucratividade (Et/At), a taxa de crescimento dos ativos (dAt/At), razão market-to-book (Vt/At), tamanho (lnAt), endividamento (Lt/At). A tabela mostra os coeficientes médios das regressões e estatística t para médias (o desvio padrão temporal dos coeficientes dividido por $N^{1/2}$).

Como a Tabela 4 não subdivide as empresas entre grupos de pagadoras, não-pagadoras e que nunca pagaram, desenvolvemos a Tabela 5, visando a análise qualitativa por grupo. A Tabela 5 traz regressões logit para os diferentes grupos de remuneração e mede se a decisão de pagar ou não diretamente no ano t depende se a empresa pagou ou não em t-1. Não se percebe

significativas diferenças qualitativas entre os coeficientes médios da Tabela 4 e os apresentados na Tabela 5. Estes últimos são utilizados na Tabela 6 para verificar como as características das empresas e sua propensão a distribuir diretamente seus resultados vem mudando em cada grupo e entre grupos durante os anos.

De acordo com a intuição, os resultados da Tabela 6 mostram que os percentuais observados e esperados são maiores para as companhias que remuneraram no ano anterior que para as firmas que não remuneraram. Ou seja, a probabilidade da empresa pagadora continuar pagando é maior que a probabilidade das não-pagadoras começarem a pagar.

Observando as probabilidades observadas e esperadas na Tabela 6 inferimos que houve uma diferente evolução temporal dos grupos. Comparando os períodos 1991-1995 e 1996-2003 não percebemos mudanças significativas no grupo das firmas pagadoras, com os percentuais médios observados e esperados aumentando aproximadamente 5%, de respectivamente 77,32% e 87,60% no primeiro período para 81,54% e 91,61% no segundo período. Apesar das altas as probabilidades de remuneração, chama a atenção na última coluna do grupo das pagadoras, os valores consideravelmente positivos da diferença entre esperado e observado, tanto antes quanto após a mudança tributária, indicando que remuneram os acionistas menos vezes que o esperado.

Tabela 6: Percentual observado e esperado segundo as regressões logit

Período	Percentual observado	Percentual esperado	Esperado-Observado
<i>6.A. Firms que remuneram diretamente no ano anterior</i>			
1991-1995	77.32	87.60	-
1996	79.78	90.49	10.71
1997	86.52	88.66	2.14
1998	87.88	86.51	-1.37
1999	75.00	95.55	20.55
2000	83.19	94.50	11.31
2001	83.33	94.31	10.98
2002	76.42	87.78	11.36
2003	80.23	95.09	14.85
<i>6.B. Firms que remuneraram diretamente em outros anos que não o ano anterior</i>			
1992-1995	41.40	27.35	-
1996	18.75	24.61	5.86
1997	28.57	16.78	-11.79
1998	39.29	24.64	-14.65
1999	19.23	13.96	-5.27
2000	36.96	16.18	-20.77
2001	25.64	11.19	-14.45
2002	18.18	10.35	-7.83
2003	30.61	17.15	-13.47

(continua na próxima página)

Tabela 7: Percentual observado e esperado segundo as regressões logit
(continuação)

Período	Percentual observado	Percentual esperado	Esperado-Observado
<i>6.C. Firmas que nunca remuneraram diretamente até o ano anterior</i>			
1991-1995	11.48	9.77	-
1996	20.90	6.73	-14.17
1997	23.33	7.95	-15.38
1998	29.79	6.11	-23.67
1999	33.33	6.85	-26.48
2000	20.00	6.57	-13.43
2001	34.29	4.28	-30.01
2002	10.53	2.97	-7.55
2003	6.67	8.26	1.59

Nota: O "Percentual observado" é a percentagem de firmas pagadoras (razão das pagadoras sobre o número total de firmas, vezes 100). O "percentual esperado" é estimado aplicando os coeficientes médios da regressão logit entre os anos de 1990-1995 obtidos na Tabela 6 nos valores das variáveis explicativas para cada firma em cada ano, somando todas as firmas, dividindo pelo número de firmas e multiplicando por 100. A evolução da percentagem esperada mede o efeito das mudanças de características na percentagem das firmas nos diferentes grupos de dividendos. Esperada-Observada mede o efeito da propensão a pagar.

O grupo das companhias que já pagaram dividendos em sua história apresentou uma redução de 38% no percentual esperado médio entre os períodos 1992-1995 e 1996-2003, de 27,35% para 16,86%, tendência aproximadamente seguida pelo percentual observado, que diminuiu de 41,40% para 27,15%. Ao examinar a última coluna para o período 1996-2003, o resultado final é que as firmas que já pagaram sofreram um aumento da propensão a remunerar, com um valor médio para a diferença esperada-observada de -10,30%.

Finalmente, o grupo das empresas que nunca haviam remunerado o acionista reduziram em 36% a probabilidade esperada média entre os dois períodos, de 9,77% para 6,22%, mas aumentaram a percentual observado em consideráveis 95%, de 11,48% para 22,35%. A diferença média de -16,14% entre esperado e observado para o período 1996-2003 indica um significativo aumento na propensão a remunerar destas firmas.

Em suma, a Tabela 6 indica que o aumento na propensão a remunerar percebido na Tabela 4 foi devido às firmas não-pagadoras ficarem mais propensas a fazê-lo. Ou seja, sugere-se que as alterações tributárias favorecendo a remuneração direta estimularam as empresas não-pagadoras a iniciarem esta política, porém sem impacto significativo nas empresas que já tinham este hábito.

6. A INFLUÊNCIA DOS IMPOSTOS NA REMUNERAÇÃO DIRETA

Como descrito no Quadro 1, a regra tributária passou a favorecer os dividendos a partir de 1996, tornando-se estes mais vantajosos que ganhos de capital. A economia de impostos dos dividendos relativamente aos ganhos de capital ainda foi ampliada com as mudanças na lei em 1997 e 2000. Durante estes anos percebemos um aumento significativo do índice

payout total que é a soma dos dividendos pagos mais JSCP dividido pelo lucro líquido. De 1996 para 1997, o *payout total* subiu de 19% para 33%, mostrando grande sensibilidade às mudanças tributárias. Quando comparamos os valores líquidos de impostos para dividendos e juros sobre o capital, percebemos que a vantagem está do lado dos juros, principalmente após 1997. Em 1997 a percentagem do lucro líquido que as empresas brasileiras distribuíram como juros sobre o capital foi de 19%, valor superior aos dividendos. Analisando as razões dos dividendos sobre o lucro líquido (dividend payout) e dos juros sobre o capital sobre o lucro líquido na Figura 3, vemos que a percentagem do lucro distribuída como dividendos flutuou sem crescimento após 1993. Já a distribuição do lucro líquido como JSCP iniciada em 1997 em consideráveis 20% cresceu suavemente desde então. Na última alteração ocorrida em 2000, a alíquota sobre os ganhos de capital aumentou de 10% para 20%, tornando a remuneração através da remuneração direta ainda mais vantajosa para os investidores. No ano de 2003, 30% do lucro líquido foi distribuído como juros sobre o capital, com um aumento de 11% em relação a 1997.

A coincidência do aumento da propensão a remunerar diretamente mostrado na Tabela 4 com as mudanças tributárias do Quadro 1 evidencia que as firmas brasileiras reagiram à reforma tributária que tornou a distribuição direta de resultados a menos onerosa das formas de remuneração.⁵

7. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao contrário do reportado por Fama e French (2001) para os E.U.A., percebemos para o Brasil um aumento na proporção de companhias remunerando diretamente o acionista nos anos entre 1990-2003.

As empresas brasileiras que distribuíram pagaram proventos em dinheiro, via dividendos ou JSCP, foram as mais lucrativas, maiores e menos endividadas. Percebemos que estas características não mudaram significativamente durante os anos, o que mostra que o aumento na remuneração direta ao acionista não está relacionada às mudanças nas características das empresas.

Controlando as características fundamentais, a evidência brasileira sugere que a maior probabilidade das firmas remunerarem diretamente seus acionistas está associada aos menores custos tributários desta forma de realização de lucro. O que explica o aumento de importância da distribuição direta dos resultados é uma maior propensão a remunerar por parte das empresas, devida à percepção de redução no custo tributário da remuneração direta. Desde então, a parcela do lucro líquido utilizada para pagar JSCP foi maior que a parcela dos lucros destinada a dividendos.⁶

Conclui-se que a redução das alíquotas de impostos para a remuneração direta aos acionistas foi o fator determinante no aumento da utilização desta prática no Brasil. A desvantagem dos ganhos de capital faz com que formas de distribuição indireta, como a recompra de ações, sejam desinteressantes para os investidores e pouco utilizadas pelas firmas.

⁵ Embora Ness e Zani (2001) apontem que tal reação parece aquém da eficiente.

⁶ O fato da maioria das empresas utilizarem uma combinação de JSCP e dividendos talvez se explique pelo limite legal de 50% do lucro líquido destinado para JSCP. Tal questão que foge ao escopo deste trabalho.

REFERENCES

- ALLEN, F.; MICHAELY, R. Payout Policy. In: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. **Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance**. North-Holland, 2003.
- COCHRANE, J. **Asset Pricing**, NJ: Princeton University Press, 2001.
- EASTERBROOK, F. Two Agency-Cost Explanations of Dividends, **American Economic Review**, v.74, p.650-659, 1984.
- FAMA, E; BABIAK, H. Dividend Policy: An empirical analysis. **Journal of the American Statistical Associations**, v.63(324), p.1132-1161, 1968.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing Dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v.60, p.3-43, 2001.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Testing Trade-off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt, **The Review of Financial Studies**, v.15, n.1, p.1-33, 2002.
- FAMA, E.; MACBETH, J. Risk, Return and Equilibrium: Empirical tests, **Journal of Political Economy**, v.81, p.607-636, 1973.
- GORDON, M. Dividends, Earnings and Stock Prices, **Review of Economics and Statistics**, v.41, p.99-105, 1959.
- HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa. In Enanpad, **Anais**, 2003.
- JAGANNATHAN, M. STEPHENS, C., WEISBACH, M. Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases, **Journal of Financial Economics**, v. 57, p.355-384, 2000.
- JENSEN, M. Agency Costs of Free-Cash-Flow, Corporate Finance, and Takeovers, **American Economic Review**, v.76, p.323-329, 1986.
- LINTNER, J. The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, **American Review**, v.46, p.97-113, 1956.
- MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, **Journal of Business**, v.34, p. 411-33, 1961.
- MILLER, M.; ROCK, K. Dividend Policy under Asymmetric Information, **Journal of Finance**, v.40, p. 1031-51, 1985.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, **American Economic Review**, v.48, p. 261-97, 1958.
- MOTA, D. Dividendos, Juros sobre o Capital Próprio e Recompra de Ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. Masters Dissertation in Business Administration – FGV/Escola de Administração de Empresas São Paulo, São Paulo, 2007.
- MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have, **Journal of Financial Economics**, v.13, p.187-221, 1984.

NESS JR, W., ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento, **Revista de Administração**, vol.36, p.89-102, 2001.

SILVA, J., BRITO, R. Testando as Previsões de Trade-off e Pecking Order Sobre Dividendos e Dívida no Brasil, **Estudos Econômicos**, vol.35, p.37-79, 2005.