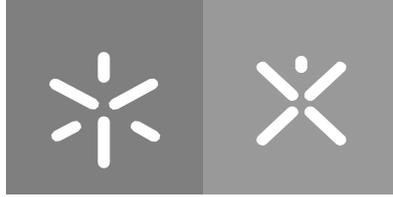




**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Diogo Favero Pasuch

**Política de Dividendos e Tributação: o  
caso das empresas brasileiras com dupla  
listagem – Brasil e Estados Unidos**



**Universidade do Minho**  
Escola de Economia e Gestão

Diogo Favero Pasuch

**Política de Dividendos e Tributação: o  
caso das empresas brasileiras com dupla  
listagem – Brasil e Estados Unidos**

Tese de Doutoramento  
Doutoramento em Contabilidade

Trabalho efetuado sob a orientação da  
**Professora Doutora Delfina Rosa Rocha Gomes e do  
Professor Doutor Guilherme Kirch**

## DIREITOS DE AUTOR E CONDIÇÕES DE UTILIZAÇÃO DO TRABALHO POR TERCEIROS

Este é um trabalho acadêmico que pode ser utilizado por terceiros, desde que respeitadas as regras e boas práticas internacionalmente aceitas, no que concerne aos direitos de autor e direitos conexos.

Assim, o presente trabalho pode ser utilizado nos termos previstos na licença abaixo indicada.

Caso o utilizador necessite de permissão para poder fazer um uso do trabalho em condições não previstas no licenciamento indicado, deverá contatar o autor, através do RepositóriUM, da Universidade do Minho.

### *Licença concedida aos utilizadores deste trabalho*



**Atribuição-NãoComercial-SemDerivações  
CC BY-NC-ND**

<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

## **DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE**

Declaro ter atuado com integridade, na elaboração do presente trabalho acadêmico, e confirmo que não recorri à prática de plágio, nem a qualquer forma de utilização indevida ou falsificação de informações ou resultados em nenhuma das etapas conducentes à sua elaboração.

Ademais, declaro que conheço e que respeitei o Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

## AGRADECIMENTOS

Inicio agradecendo aos meus pais, Agostinho Pasuch e Odete Favero Pasuch, ao meu irmão, Douglas Favero Pasuch e a minha esposa, Gabriela Mara Pedrotti, pelo incentivo, apoio e auxílio ao longo desse período.

À Universidade do Minho – UMINHO e à Universidade de Aveiro, pela excelente estrutura e ambiente de estudos, proporcionados durante o curso.

À CAPES – Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior, por ter concedido uma bolsa parcial de estudos para a realização desse curso.

Ao Professor, colega de mestrado e orientador desse trabalho, Doutor Guilherme Kirch, exemplo de competência, seriedade e ética. Sapiente mestre que, com sabedoria e dedicação, guiou-me durante os trabalhos. Agradeço pelo apoio, contribuições e esclarecimentos transmitidos, com propriedade e paciência.

À Professora Doutora Delfina Rosa Rocha Gomes, também orientadora desse trabalho, igualmente um exemplo de competência, seriedade e ética. Agradeço pelos ensinamentos, contribuições e esclarecimentos ao longo desta jornada.

Aos professores doutores Paulo Renato Soares Terra, Roque Zin e Ernani Ott, pelas indicações feitas, visando pleitear a Bolsa de Estudo da Capes.

A cada um dos professores que compartilharam conhecimento durante o programa. Às colaboradoras da secretaria da Escola de Gestão da Universidade UMINHO, de modo especial, à Maria Jose Lage Alves, pela presteza, apoio e habitual gentileza.

Meu agradecimento fraterno aos amigos João Nuno Pimenta De Almeida Patrício, José Alberto Almeida Gouveia De Oliveira e Nelson De Freitas Pereira, Agradeço, ainda, à família de Paulo Armindo Gomes Ferreira Casais, pela acolhida. Aos amigos Fabio Paiva Reis, Valnir Alberto Brandt e Rosane Brandt, e demais amigos e colegas com os quais convivi durante o doutorado.

Quaisquer erros remanescentes nesse trabalho são de inteira responsabilidade do autor.



## **DEDICATÓRIA**

Aos meus pais, Agostinho e Odete, ao meu irmão, Douglas, e à minha esposa, Gabriela, que me deram incentivo e condições para a conclusão deste estudo.

*“Duas coisas me fazem feliz nessa vida: Dividendos e queijo derretido.” (Diogo Pasuch, 2006)*

*“Dinheiro nunca foi uma grande motivação para mim, e sim uma espécie de placar. O que realmente estimula é jogar.” (Donald Trump)*

*“Os investimentos em conhecimentos geram os melhores dividendos.” (Benjamin Franklin)*

*“Toda vitória é alcançada com luta e sofrimento; porém a luta passa, o sofrimento é apenas temporário, mas a vitória que se consegue permanece.” (James Allen)*

## RESUMO

POLÍTICA DE DIVIDENDOS E TRIBUTAÇÃO: O caso das empresas brasileiras com dupla listagem – Brasil e Estados Unidos.

Este estudo tem como objetivo verificar se a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, procurando por diferenças nas decisões de distribuição de lucros de empresas brasileira com ADRs (*American Depositary Receipt*) e empresas brasileiras sem ADRs. Para alcançar tal objetivo, é necessário compreender a legislação tributária para dividendos e ganho de capital do Brasil e dos Estados Unidos, bem como mensurar o efeito da tributação sobre a política de dividendos das companhias brasileiras com ADRs e comparar a política da companhias brasileiras com e sem ADRs, sob a perspectiva da Teoria da Preferencia Fiscal. Os dividendos são considerados um enigma e esta afirmação é reforçada quando se identificam ao menos seies teorias sobre dividendos e que, nenhuma delas é capaz de explicar com convicção as decisões sobre política de dividendos em diferentes países e cenários. Esta pesquisa descritiva/experimental utilizou dados secundários, coletados da base da Económica, para um período de 20 anos, compreendendo 1998 à 2017. Estes dados foram posteriormente tratados, com o intuito de chegar a uma amostra pertinente para o estudo. Esta amostra é composta por 481 companhias. Dentre estas, 61 são companhias brasileiras com ADRs, perfil desejado para este estudo. Utilizando como base o modelo de Lintner, foram testados, ao todo, 05 modelos, pelo método de Dados em Painel. Como principal resultado para este estudo, pode-se citar que as empresas mantêm constância de dividendos e que empresas que pagaram dividendos no passado tendem a continuar pagando no futuro. O estudo aponta, ainda, que as companhias brasileiras que possuem ADR pagam menos dividendos do que as companhias brasileiras que não possuem ADR, por unidade de lucro líquido. Desta forma, para investidores que possuem ADRs, há uma vantagem fiscal, pois, no Estados Unidos, o dividendo é tributado. Porém, para os investidores que possuem a ação no Brasil, onde o tributo sobre dividendos é zero, há uma desvantagem, pois estes recebem menos dividendos. Assim, em geral, quando o imposto é maior, as empresas tendem a pagar menos dividendos e quando imposto é menor, as empresas tendem a pagar mais dividendos.

**Palavras-chave:** ADRs. Brasil. Dividendos. Estados Unidos. Tributação.

## ABSTRACT

DIVIDENDS POLICY AND TAXATION: The case of Brazilian companies with double listing - Brazil and the United States.

This study aims to verify whether taxation affects the profit distribution policy, via dividends, looking for differences in the profit distribution decisions of Brazilian companies with ADRs (American Depositary Receipt) and Brazilian companies without ADRs. To achieve this goal, it is necessary to understand the tax legislation for dividends and capital gains in Brazil and the United States, as well as to measure the effect of taxation on the dividend policy of Brazilian companies with ADRs and compare the policy of Brazilian companies with and without ADRs, under the perspective of the Theory of Tax Preference. Dividends are considered an enigma and this statement is reinforced when at least six theories about dividends are identified and that none of them is able to explain with conviction the decisions on dividend policy in different countries and scenarios. This descriptive/experimental research used secondary data, collected from the base of Economática, for a period of 20 years, comprising 1998 to 2017. These data were subsequently treated, in order to arrive at a relevant sample for the study. This sample is made up of 481 companies. Among these, 61 are Brazilian companies with ADRs, the desired profile for this study. Using the Lintner model as a base, a total of 05 models were tested using the Panel Data method. As the main result of this study, it can be mentioned that companies maintain constant dividends and that companies that paid dividends in the past tend to continue paying in the future. The study also points out that Brazilian companies that have ADR pay less dividends than Brazilian companies that do not have ADR, per unit of net profit. Thus, for investors who have ADRs, there is a tax advantage, because, in the United States, the dividend is taxed. However, for investors who own the stock in Brazil, where the dividend tax is zero, there is a disadvantage, as they receive less dividends. Thus, in general, when the tax is higher, companies tend to pay less dividends and when tax is lower, companies tend to pay more dividends.

**Keywords:** ADRs. Brazil. Dividends. Taxation. United States.

**LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS**

ADR	American Depositary Receipt
AGO	Assembleia Geral Ordinária
BM&F/Bovespa	Bolsa de Mercadorias e Futuros/ Bovespa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EUA	Estados Unidos da América
ILL	Imposto sobre o Lucro Líquido
IR	Imposto de Renda
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
JGTRRA	Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
MQO	Mínimos Quadrados Ordinários
RIR	Regulamento do Imposto de Renda
SEC	Securities and Exchange Commission
SRF	Secretaria da Receita Federal
TCJA	Tax Cuts and Jobs Act
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo
WACC	Weighted Average Cost of Capital

**LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 - Tributação sobre o dividendo .....	24
Figura 2 - Variáveis utilizadas .....	72
Figura 3 - Gráfico com as correlações das variáveis.....	86

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Tributação do ganho de capital .....	25
Tabela 2 - História de imposto sobre dividendos e taxas de mudanças.....	29
Tabela 3 - Tributação para ganhos de capital nos EUA.....	30
Tabela 4 - Quantidade por ano .....	69
Tabela 5 - Quantidade por setores.....	70
Tabela 6 - Variável tributação.....	71
Tabela 7 - Modelo de Lintner sem variável ADR corrigido para heterocedastidade.....	87
Tabela 8 - Modelo de Lintner com variável ADR corrigido para heterocedastidade.....	88
Tabela 9 - Modelo de Lintner expandido sem variável ADR corrigido para heterocedastidade .....	88
Tabela 10 - Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem corrigido para heterocedastidade .....	89
Tabela 11 - Modelo de Lintner com variável ADR, defasagem e tributação corrigido para heterocedastidade.....	91
Tabela 12 - Resultados.....	92

## ÍNDICE GERAL

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE .....	iii
AGRADECIMENTOS.....	iv
DEDICATÓRIA .....	v
EPÍGRAFE.....	vi
RESUMO .....	vii
ABSTRACT .....	viii
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS.....	ix
LISTA DE FIGURAS.....	x
LISTA DE TABELAS.....	xi
ÍNDICE GERAL .....	xii
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
1.1 CENÁRIO DE INVESTIGAÇÃO .....	18
<b>1.1.1 Legislação brasileira para dividendos.....</b>	<b>18</b>
1.1.1.1 Tributação dos dividendos no Brasil .....	22
<b>1.1.2 Legislação americana para dividendos .....</b>	<b>26</b>
1.1.2.1 Tributação americana para dividendos.....	28
1.1.3 Histórico das ADRs – <i>American Depositary Receipts</i> .....	30
1.2 ÂMBITO DE INVESTIGAÇÃO.....	33
1.3 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO .....	33
<b>2 REVISÃO DE LITERATURA .....</b>	<b>35</b>
2.1 INTRODUÇÃO .....	35
2.2 DIVIDENDOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	35
2.3 AS TEORIAS DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS.....	36
<b>2.3.1 Teoria da Irrelevância de Dividendos .....</b>	<b>38</b>
<b>2.3.2 Teoria da relevância de dividendos.....</b>	<b>40</b>
<b>2.3.3 Teoria da Preferência Fiscal .....</b>	<b>45</b>
<b>2.3.4 O efeito clientela.....</b>	<b>51</b>
<b>2.3.5 Teoria da Agência.....</b>	<b>54</b>

<b>2.3.6 Conteúdo da Informação ou Sinalização .....</b>	<b>58</b>
<b>3 METODOLOGIA .....</b>	<b>63</b>
3.1 INTRODUÇÃO .....	63
3.2 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO .....	63
<b>3.2.1 Classificação da pesquisa .....</b>	<b>63</b>
3.3 OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO .....	66
<b>3.3.1 Objetivos Específicos .....</b>	<b>66</b>
3.4 QUESTÃO E HIPÓTESE DE INVESTIGAÇÃO.....	66
3.5 IMPLICAÇÃO TEÓRICA E PRÁTICA DA INVESTIGAÇÃO .....	67
3.6 MÉTODOS ADOTADOS NO TRATAMENTO DOS DADOS.....	67
3.7 MODELOS ESTATÍSTICOS .....	71
<b>3.7.1 Modelo de Lintner Sem Variável ADR .....</b>	<b>74</b>
<b>3.7.2 Modelo de Lintner Com Variável ADR .....</b>	<b>75</b>
<b>3.7.3 Modelo de Lintner Expandido sem Variável ADR.....</b>	<b>75</b>
<b>3.7.4 Modelo de Lintner Expandido com Variável ADR e defasagem .....</b>	<b>76</b>
<b>3.7.5 Modelo de Lintner Expandido com defasagem e Tributação.....</b>	<b>77</b>
<b>4 MODELOS APLICADOS.....</b>	<b>79</b>
4.1 INTRODUÇÃO .....	79
4.2 MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS.....	79
4.3 DADOS EM PAINEL .....	81
4.4 HETEROCEDASTICIDADE.....	82
4.5 COEFICIENTE DE DETERMINAÇÃO ( $R^2$ ).....	83
4.6 HIPÓTESE E VARIÁVEIS .....	84
4.7 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS.....	85
4.8 ANÁLISE DOS MODELOS DE DADOS EM PAINEL .....	86
<b>4.8.1 Modelo 1 - Modelo de Lintner Sem Variável ADR.....</b>	<b>87</b>
<b>4.8.2 Modelo 2 - Modelo de Lintner Com Variável ADR.....</b>	<b>87</b>
<b>4.8.3 Modelo 3 - Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR.....</b>	<b>88</b>
<b>4.8.4 Modelo 4 - Modelo Expandido com variável ADR e defasagem .....</b>	<b>89</b>
<b>4.8.5 Modelo 5 - Modelo de Lintner Expandido com defasagem e triburação.....</b>	<b>90</b>

4.9 AVALIAÇÃO DOS MODELOS .....	92
<b>5 CONCLUSÕES .....</b>	<b>94</b>
5.1 REVISÃO DA TEORIA .....	94
5.2 PROBLEMA E METODOLOGIA .....	95
5.3 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	96
5.4 CONTRIBUIÇÕES E RECOMENDAÇÕES.....	99
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>101</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Em finanças e, conseqüentemente, para os gestores financeiros, podem-se elencar três decisões operacionais relevantes, atribuídas às suas funções: a decisão de orçamento de capital, a decisão de financiamento e, por fim, a decisão talvez mais difícil - o que fazer com os lucros resultantes das operações da companhia. Espera-se que o gestor financeiro tome decisões que se concentrem em maximizar a riqueza dos acionistas para quem a empresa está sendo gerenciada. As decisões também devem considerar qual o possível efeito gerado no preço das ações negociadas (Bishop; Harvey; Robert; Garry, 2000; Al-Malkawi; Rafferty; Pillai, 2014).

Dividendos são os lucros distribuídos pelas companhias aos seus acionistas, sendo este assunto considerado por muitos estudiosos da área financeira como um dos mais fascinantes, mas também, mais intrigantes, uma vez que não há uma linha única que norteia as decisões relacionadas aos dividendos. Pode-se considerar que hoje existem seis teorias que abordam dividendos e política de dividendos, que foram sendo desenvolvidas ao longo dos últimos 60 anos, por autores diversos. São elas: a) A Teoria M&M, de Merton Miller e Franco Modigliani (1961), que trata da irrelevância da política de dividendos; b) A Teoria do Pássaro na Mão, que trata da relevância de dividendos, desenvolvida por Lintner (1956; 1962), Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959; 1963) e Watts (1973); c) A Teoria da Agência, que aborda os conflitos de interesse entre gestores e acionistas, iniciada com Adam Smith (1776) e desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) e Easterbrook (1984); d) A Teoria da Preferência Fiscal, defendendo a influência da tributação sobre a política de dividendos, estudada, primordialmente, por Elton e Gruber (1970) e Black (1976); e) A Teoria do Efeito Clientela, que trata das decisões tomadas pelos investidores em relação à política de dividendos desenvolvida pelas companhias, teoria levantada por Miller e Modigliani (1961) e estudada por Elton e Gruber (1970) e Vancin e Procianny (2014) e; f) A Teoria da Informação ou Sinalização, que infere sobre como as informações sobre dividendos dadas ao mercado afetam a empresa e os acionistas, desenvolvida por Stigler (1961), Spence (1973) e Bhattacharya (1979).

Bhattacharya (2007) realizou, em seu estudo, uma revisão bibliográfica sobre o tema política de dividendos. O autor cita que, há mais de 50 anos, com o estudo inicial de Lintner (1956) e de muitos outros estudiosos de finanças, ao longo do tempo, tem-se buscado uma resposta para o dilema de dividendos. Porém, os estudos realizados e analisados são

empíricos, o que dificulta a criação de uma verdade sobre política de dividendos. O autor cita que muitos estudos apresentam dados empíricos estilizados, o que dificulta ainda mais uma definição real para política de dividendos.

Chawla (2008) aponta que a teoria de M&M, a teoria da preferência fiscal (ou impostos) e a teoria do pássaro na mão têm grandes argumentos, que vão desde a irrelevância de dividendos à relação de dividendos com grandes e pequenos fluxos de pagamentos. Essas teorias têm ajudado os gestores a tomar as melhores decisões com relação ao fluxo de pagamento de dividendos.

Allen e Michaely (2002) enfatizam a importância da correta análise da política de dividendos, pelo simples fato de que as companhias pagaram mais de U\$ 350 bilhões de dividendos no ano de 1999. Eles ainda afirmam que, além da importância do montante distribuído, a política de dividendos pode demonstrar sinais claros de quais atitudes financeiras a companhia irá adotar, principalmente em relação ao investimento.

De acordo com Santos e Galvão (2015), em um mercado imperfeito, considerando que há diferença no tratamento tributário entre dividendos e ganho de capital, tal diferença pode influenciar de maneira significativa a política de dividendos e o valor das empresas. Os autores reforçam que os investidores tendem a investir em empresas que proporcionem maior volume de distribuição de lucros. Porém, havendo diferença na tributação entre dividendos e ganhos sobre o capital, os investidores irão preferir a de menor tributação. Esta constatação permeia duas teorias: a da Preferência Fiscal, quando o investidor prefere receber lucros na modalidade que ofereça menor tributação e a do Efeito Clientela, que faz com que o cliente escolha determinada companhia, em razão da política de distribuição adotada (Allen; Michaely, 2002; Paiva, 2016).

A Teoria da Preferência Fiscal é o ponto central deste estudo, que tem como foco o Brasil e os Estados Unidos. Brigham e Houston (1999) citam que, nos Estados Unidos, existem três razões de ordem fiscal para a sua utilização na tomada de decisão sobre política de dividendos: tributação menor, postergação de pagamento de ganho de capital e o não pagamento do tributo sobre o ganho de capital, no caso de falecimento do proprietário da ação. Desta forma, no Brasil, a Teoria de Preferência Fiscal se enquadra nas razões de Brigham e Houston (1999), pois, basicamente, os dividendos foram ou são isentos de tributação, diferentemente do ganho de capital que, desde 1988, sobre o qual incide tributação sobre as operações das pessoas físicas.

Apesar das razões acima apresentadas, é importante esclarecer que os EUA – país onde se origina grande parte das teorias e estudos sobre essa temática – apresenta legislação tributária distinta da brasileira, no que tange à política de dividendos. As principais heterogeneidades da legislação brasileira sobre a supracitada matéria são: (a) o recebimento de dividendos pelos acionistas não consiste em fato gerador de tributos; (b) existem dividendos mínimos obrigatórios; (c) existe uma forma adicional de distribuição de recursos denominada juros sobre o capital próprio, que é dedutível da base de cálculo de tributos sobre o lucro da empresa que os distribui, mas consiste em fato gerador de tributos para o acionista que os recebe (Forti; Peixoto; Alves, 2015).

De acordo com Famá e French (2001), a questão dos dividendos, há muito tempo, é um enigma. Como são tributados a uma taxa mais alta do que ganhos de capital nos Estados Unidos, a presunção comum é que os dividendos são menos valiosos do que os ganhos de capital. Nessa visão, "as empresas que pagam dividendos estão em um nível competitivo de desvantagem, pois têm um custo de capital mais alto do que empresas que não pagam" (Famá; French, 2001, p. 01). O fato de muitas empresas pagarem dividendos é, então, difícil de explicar.

Procianoy e Snider (1994) constataram que, no Brasil, no período de 1987 a 1988, a média do payout de dividendos foi de 25% (vinte e cinco por cento), considerando que os dividendos eram tributados. Já entre 1990 e 1992, com os dividendos sendo tributados a zero, a média do payout dos dividendos foi de 40% (quarenta por cento), concluindo que, quando a tributação sobre dividendos é menor, pode haver incremento no pagamento de dividendos e o inverso é verdadeiro. Nos Estados Unidos, Banyi e Kahle (2014) constataram que, após o corte de impostos de 2003, as empresas estavam mais propensas a pagar dividendos. Hanlon e Hoopes (2014) evidenciaram uma onda de dividendos especiais nos meses finais de 2010 e 2012, imediatamente antes do imposto sobre dividendos retomar o aumento, gradativamente, nos dois períodos.

Considerando que a tributação para dividendos no Brasil e nos Estados Unidos é diferente, ou seja, no Brasil, os dividendos são tributáveis a zero por cento e nos Estados Unidos, estes são tributáveis, atualmente, em 39,60% (trinta e nove vírgula sessenta por cento), considera-se que isto deve ser fator de impacto para a construção da política de dividendos e, conseqüentemente, de pagamento de dividendos pelas companhias brasileiras com ADRs. Neste sentido, uma empresa com ADRs deveria promover uma política de

distribuição de dividendos diferente daquela companhia sem ADRs, onde a tributação americana é considerada, proporcionando maior valor para o investidor americano e considerando suas preferências por dividendos ou ganho de capital, o que reforçaria a teoria da preferência fiscal e também o efeito clientela.

Aprofundando mais o tema, o estudo tem como principal motivação verificar se a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, procurando por diferenças nas decisões de distribuição de lucros de empresas brasileira com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs. Pode-se citar, de acordo com Lich (2003), que entre os principais fatores para uma empresa emitir ações em outros mercados, que não o seu mercado de origem, está a facilitação de aquisições nos EUA, a maior publicidade e prestígio para a empresa emissora, a melhoria de preço e da liquidez das ações e, até mesmo, a melhora da imagem da empresa frente à analistas financeiros, o que levaria a empresa a adquirir status superior como negócio. Porém, sem uma política de dividendos adequada à realidade do mercado local e ADR, a incursão da empresa nos dois mercados pode ficar prejudicada, não interessando ao investidor.

Para termos a real visão do cenário desta investigação, apresenta-se a seguir a legislação para dividendos e tributação para o Brasil e Estados Unidos, bem como para ADRs.

## 1.1 CENÁRIO PARA INVESTIGAÇÃO

Compreender o tratamento legal de dividendos no Brasil e nos Estados Unidos é imprescindível. Desta forma, serão apresentadas as questões legais para a distribuição de lucros para companhias brasileiras e americanas de capital aberto, bem como a legislação tributária de cada país.

### 1.1.1 Legislação brasileira para dividendos

A legislação brasileira, em se tratando de retorno de investimentos, tem duas vertentes importantes: o dividendo pelo lado da empresa que realiza o pagamento e, para tanto, deve seguir a legislação para criar sua política de pagamentos e, o dividendo, ou ganho de capital, pelo lado do investidor que, ao receber tais recursos, deve seguir as regras de tributação estipuladas.

As sociedades anônimas brasileiras são regidas pela Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 que, posteriormente, teve alguns de seus artigos alterados e/ou acrescentados pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001. Dois temas são relevantes para este trabalho para compreender a dinâmica do mercado: lucros e reservas e o dividendo em si.

Antes da abordagem sobre dividendos, é importante compreender a legislação sobre os lucros e suas reservas e retenções. Essas determinações estão dispostas nos artigos 193 a 197 da Lei 6.404/76, alterada e acrescentada, e alguns pontos pela Lei 10.303/01. O artigo 193 determina que 5% (cinco por cento) do lucro líquido do exercício serão aplicados na constituição da reserva legal, valor que não excederá 20% do capital social. Relata, ainda, que a constituição de reserva legal não é necessária, caso o saldo desta reserva, acrescido das reservas de capital, exceda 30% do capital social e determina que a finalidade da reserva legal é de garantir a integridade do capital social e somente poderá ser utilizada para a compensação de prejuízos ou para o aumento de capital.

O artigo 194 aborda as reservas estatutárias e indica que as empresas poderão criar reservas, desde que, para cada uma, indiquem a finalidade, determinem os critérios da parcela anual do lucro líquido destinada a sua constituição e estabeleçam um limite máximo para a reserva. Já o artigo 195 determina que as reservas de contingência poderão ser propostas pela administração, constituindo uma reserva que guarda parte dos lucros, com a finalidade de compensar perdas futuras. Sua criação depende da causa da possível perda, que deve ser indicada pela administração, sendo que esta reserva será revertida no exercício que as razões que justificaram sua constituição deixarem de existir ou ocorrer a perda. Ainda no artigo 195-A, fica estabelecido que as empresas poderão criar a reserva de incentivos fiscais, que poderá ser proposta pelos órgãos da administração, e recebe parte do lucro líquido, decorrente de doações e subvenções governamentais para investimentos. Esta, por sua vez, poderá ser excluída da base de cálculo do dividendo obrigatório.

A companhia, através de assembleia geral, pode apresentar proposta para retenção de lucro, conforme artigo 196. Tal retenção deve estar prevista no orçamento de capital para investimentos, podendo ter duração de 5 exercícios e deverá ser revisada anualmente.

A reserva de lucros a realizar é assunto do artigo 197. Quando o montante de dividendos obrigatório, calculado nos termos do estatuto ou do artigo 202, ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido do exercício, os órgãos administrativos poderão propor, em assembleia geral, a destinação do excesso à constituição de reserva de lucros a realizar. A

reserva de lucros a realizar somente poderá ser utilizada para pagamento do dividendo obrigatório e, para efeito do inciso III do art. 202, serão considerados como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro.

Quando se trata de dividendos pela legislação brasileira, o artigo 201 da Lei 6.404/76 já prevê que “a companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais [...]” (Brasil, 1976). Em caso de não cumprimento, os parágrafos do artigo determinam responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, devendo os mesmos repor ao caixa social o valor distribuído. Também neste caso os acionistas que, de boa-fé, receberam os valores distribuídos irregularmente não são obrigados a restituir os dividendos.

Em seu artigo 202, a Lei 10.303/01 aborda o dividendo obrigatório. Em cada exercício, os acionistas têm o direito de receber a parcela de lucros estabelecida no estatuto, ou quando este não tratar do assunto, a importância determinada, de acordo com as seguintes normas, que tratam os incisos I, II e III: a) metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescidos os valores de: cotas de reserva legal, importância destinada à formação de reservas para contingências e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores; b) o pagamento de dividendos poderá ser limitado ao lucro líquido realizado no período, desde que a diferença seja lançada em reserva de lucro a realizar; c) lucros a realizar, quando realizados e se não absorvidos por prejuízos em exercícios subsequentes, deverão ser acrescidos no próximo dividendo, após a realização.

Ainda no artigo 202, os parágrafos abordam a determinação dos dividendos. No parágrafo primeiro, tem-se a determinação do dividendo como porcentagem do lucro ou capital social, também podendo criar outros critérios, desde que regulados com precisão e de que não prejudiquem os acionistas minoritários. O parágrafo segundo versa sobre o fato de que, se o estatuto e a assembleia geral determinarem alterar o dividendo para inserção de novas matérias, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido, ajustado conforme o inciso I do artigo 202. A distribuição de dividendos inferior ao mínimo obrigatório, de acordo com o parágrafo terceiro, só poderá acontecer caso não haja oposição de nenhum acionista e somente em companhia aberta exclusivamente para a captação de recursos por debentures não conversíveis em ações e companhias fechadas,

exceto se a companhia for controlada por companhia de capital aberto, que não se enquadre na situação de captação de recursos já citada. O dividendo não será obrigatório no exercício social que a situação financeira da empresa for incompatível com o pagamento, devendo, conforme parágrafo quarto, no caso das companhias abertas, justificar a decisão da assembleia à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O parágrafo quinto cita que os lucros não distribuídos, conforme consta no parágrafo quarto, deverão ser lançados como reserva especial e, se não consumidos por prejuízos nos exercícios subsequentes, deverão ser distribuídos assim que a situação financeira da companhia permitir. Por fim, o artigo 202, em seu parágrafo sexto, cita que os lucros não destinados nos termos dos artigos 193 a 197 da Lei 10.303/01 deverão ser distribuídos como dividendos.

Em relação às deliberações sobre dividendos, o artigo 203 da Lei 6404/76 assegura que o disposto nos artigos 194 a 197 não poderá prejudicar o direito dos acionistas preferenciais de receber dividendos fixos ou mínimos a que tenham prioridade, incluindo-se atrasados, se cumulativos.

Ao realizar o balanço, por força de lei ou estatutária, a companhia poderá declarar, por deliberação dos órgãos administrativos, dividendo à conta do lucro apurado nesse balanço, conforme artigo 204. Neste caso, como consideram os parágrafos primeiro e segundo, a companhia poderá distribuir dividendos em períodos menores, desde que o total de dividendos pagos a cada semestre do exercício social não exceda o montante das reservas de capital ou declarar dividendos intermediários, à conta de lucros acumulados ou de reservas de lucros existentes no último balanço anual ou semestral.

O pagamento de dividendos será realizado nas condições do artigo 205 da Lei 6.404/76, que indica que “a companhia pagará o dividendo de ações nominativas à pessoa que, na data do ato de declaração do dividendo, estiver inscrita como proprietária ou usufrutuária da ação” (Brasil, 1976). O pagamento, conforme parágrafo primeiro, poderá ser feito através de cheque nominativo por via postal ou mediante crédito em conta corrente bancária, em nome do acionista. Os dividendos de investidores cujas ações estejam em custódia bancária ou de agentes financeiros autorizados, de acordo com o parágrafo segundo, serão creditados à instituição depositária, que será responsável por sua entrega aos titulares das ações depositadas. O pagamento dos dividendos, tratado no parágrafo terceiro deste artigo, deverá acontecer no prazo de 60 dias após declaração, salvo deliberações em contrário, oriundas de assembleia geral e, em qualquer caso, dentro do exercício social.

A decisão de distribuição de dividendos no Brasil, conforme a Lei 6.404/76 e suas alterações, é de competência do acionista controlador, o que pode gerar o conflito da agência, ou teoria da agência, a mesma abordada nesse estudo. No caso do Brasil as empresas devem seguir 3 situações abordadas pela Lei, são elas: a) as empresas podem ter emitido 33% (trinta e três por cento) de seu capital social em ações ordinárias (ON); b) 50% (cinquenta por cento) de seu capital social em ações ordinárias (ON) e; c) 100% de ações ordinárias. O restante do percentual do capital, para chegar a 100% (cem por cento) são de ações PN.

Esta informação é muito importante ao trabalho, pois é de responsabilidade do acionista controlador a decisão de quanto de dividendo é pago no Brasil é responsabilidade do acionista controlador. A definição dada pela Lei 6.404/76 a acionista controlador é de quem possua pelo menos 50% (cinquenta por cento) das ações ON.

Cabe ressaltar, que a Lei 6.404/76 e suas alterações, obriga as empresas a distribuírem pelo menos 25% do lucro líquido apurado no período. O legislador quando trouxe esse dispositivo na Lei o fez para diminuir o impacto da distribuição dos dividendos e o efeito da Teoria da Agência. Importante interpretar que em algumas empresas o controlador pode ter somente 17% (dezesete por cento ) do capital social da empresa, ou 50% (cinquenta por cento) das ações ordinárias, se esse controlador tiver que dividir \$ 100,00 ele ficará somente com \$ 17,00, enquanto se não dividir dividendos o mesmo terá o controle sobre os \$ 100,00.

#### 1.1.1.1 Tributação dos dividendos no Brasil

A legislação tributária brasileira sobre os dividendos é composta por eventos pontuais, de alterações que tiveram início na década de 1980. Entre 1.º de janeiro de 1980 até 31 de dezembro de 1988, no caso de distribuição de lucros ou dividendos formados até essa data, o desconto do IR, na fonte, deveria ser efetuado conforme as seguintes alíquotas: a) Pessoas Físicas, compreendidas por três alíquotas diferentes: 23%, quando a distribuição fosse companhia aberta ou sociedade civil de profissão legalmente regulamentada, 15%, quando a distribuidora fosse companhia rural e, nos demais casos, aplicava-se a alíquota de 25%; b) Pessoas Jurídicas, compreendidas basicamente por duas alíquotas: a primeira de 23%, cabendo ressaltar que esta alíquota não se aplicava nos seguintes casos: (i) quando a beneficiária comprovasse, por escrito, que era companhia aberta ou pessoa jurídica imune ou isenta (exceto atividades de previdência privada), ou sociedade controlada por companhia

aberta ou por pessoa jurídica imune ou isenta (exceto atividades de previdência privada); (ii) quando a distribuidora fosse companhia que explorasse atividade rural e o lucro distribuído proviesse de atividade dessa natureza; para os demais casos, a alíquota utilizada era de 25% (Decreto-Lei nº 1.790, de 9 de Junho de 1980).

No período de 1.º de janeiro de 1989 a 31 de dezembro de 1992, os lucros apurados foram submetidos à incidência do ILL (Imposto sobre o Lucro Líquido) de 8%, na data da apuração. Já no período de 1.º de janeiro a 31 de dezembro de 1993, a distribuição de lucros passou a ser isenta, quer na distribuição, quer na declaração de IR do beneficiário, independentemente de ser pessoa física ou jurídica, conforme o art. 75, da Lei 8.383/1991 (Brasil, 1991), incorporado ao art. 722, do Regulamento do Imposto de Renda – RIR/1994 (Brasil, 1994) e posteriormente ao art. 659 do RIR/1999 (Brasil, 1999).

No período de 1.º de janeiro de 1994 a 31 de dezembro de 1995, o valor do Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) – sobre lucros e dividendos recebidos pela pessoa jurídica e relativos aos períodos de apuração, encerrados em 1994 e 1995, em que a beneficiária não pudesse compensar em virtude da inexistência, em sua escrituração contábil, de saldos de lucros sujeitos à incidência do IRRF – quando distribuído, passou a poder ser compensado com o imposto que esta retivesse na distribuição, a seus sócios ou acionistas, de bonificação em dinheiro e outros interesses, inclusive com o retido sobre os valores pagos ou creditados a título de juros remuneratórios do capital próprio, conforme a Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal – IN/SRF n.º 12/1999 (Brasil, 1999). Vide Figura 1.

Época da formação dos lucros	Regime fiscal aplicável						Períodos de tributação utilizados neste estudo	
	Beneficiários: pessoas físicas		Beneficiários: pessoas jurídicas					
	Retenção na distribuição?	Tratamento na declaração de ajuste do beneficiário	Retenção da distribuição?	Tratamento na beneficiaria				Fundament os legais
				Rendimento	IRRF descontado			
PJs tributadas pelo lucro real					Demais PJs			
Até 31.12.1988	Sim	Tributação exclusiva (não compensável)	Sim	Não-tributável pelo IRPJ (Imposto de Renda de Pessoa Jurídica)	Compensação com o IRRF descontado sobre lucros ou dividendos distribuídos		Decreto-leis n°s 1.790/1980 (arts. 1° e 2°), 2.065/1983 (art. 1°, I) e 2.303/1986 (art. 7°, parágrafo único)	1) 1986 a 1988
De 01.01.1989 a 31.12.1992	Não	Tributação exclusiva do ILL	Não	Não-tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 660	2) 1989 a 1992
De 01.01.1993 a 31.12.1993	Não	Isenção	Não	Não-tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 659	3) 1993
De 01.01.1994 a 31.12.1995	Sim (alíquota de 15%)	Inclusão dos rendimentos como tributáveis e compensação do imposto retido na fonte ou, opcionalmente, classificação dos rendimentos como sujeitos a tributação exclusiva	SSim (alíquota de 15%)	Não-tributável pelo IRPJ	Compensação com o IRRF na redistribuição	Não compensável	RIR/1999, arts. 655 e 656	4) 1994 a 1995
A partir de 01.01.1996	Não	Isenção	Não	Não-tributável pelo IRPJ	-	-	RIR/1999, art. 654	5) A partir de 1996

**Figura 1. Tributação sobre o dividendo**

Fonte: Adaptado de IOB Thomson (2005, p. 8). Na última coluna: os respectivos anos considerados na composição dos períodos de tributação utilizados nesta pesquisa.

No ano de 1996, entrou em vigor a Lei 9.249/1995 (Brasil, 1995), que trouxe importantes mudanças tributárias, dentre as quais a instituição dos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). A Lei, em seu artigo 9.º, inciso 7.º, prevê que os juros podem ser imputados ao valor dos dividendos obrigatórios. O artigo 9.º desta Lei, incorporado aos artigos 347 e 668 do RIR/1999 (Brasil, 1999), estabelece a dedutibilidade como despesa dos JSCP, calculada sobre o saldo do patrimônio líquido, limitada à existência de lucros em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros pagos ou creditados, assim como o valor decorrente da

aplicação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) sobre o valor do patrimônio líquido. Por fim, a Lei 9.249/1995, no seu artigo 10 (incorporado ao artigo 654 do RIR/1999), determina que os lucros e dividendos são isentos de Imposto de Renda, a partir de 1.º de janeiro de 1996 (Brasil, 1995; 1999).

Os JSCP, seguindo a IN/SRF n.º11/1996 (Brasil, 1996), art. 30, § único, serão lançados como despesa financeira e, sobre o montante distribuído ou capitalizado, incidem 15% de IRRF. A Tabela 1 apresenta o resumo destas alterações de Leis tributárias, considerando o beneficiário como pessoa física ou pessoa jurídica, com a devida fundamentação legal. Importante salientar que a tributação sobre dividendos se mantém a mesma desde 1996, não sofrendo qualquer alteração ou mudança. Já a tributação de ganho de capital sofreu alterações, conforme tabela 1, abaixo:

Tabela 1:

#### **Tributação do ganho de capital**

<b>Personalidade Jurídica</b>	<b>Período</b>	<b>Alíquota</b>	<b>Parcela de ganho de capital</b>	<b>Base legal</b>
Pessoa Física	1988 a 2005	15%	Indiferente	Lei 7.713 de 1988, em seus artigos 2.º e 3.º
Pessoa Jurídica	1977 a 2005	15%	Indiferente	Decreto Lei 1.598, em seu artigo 31
Pessoa Física	2016 até o momento	15%	Até 5 milhões	Lei 13.259 de 2016, em seus artigos 1º.
Pessoa Física	2016 até o momento	17,5%	De 5 milhões até 10 milhões	Lei 13.259 de 2016, em seus artigos 1º.
Pessoa Física	2016 até o momento	20%	De 10 milhões até 30 milhões	Lei 13.259 de 2016, em seus artigos 1º.
Pessoa Física	2016 até o momento	22,5%	Acima de 30 milhões	Lei 13.259 de 2016, em seus artigos 1º.

Em se tratando da tributação sobre o ganho de capital, no Brasil, temos legislação distinta, onde a pessoa jurídica sofre tributação sobre o ganho de capital desde 1977, através do Decreto Lei 1.598, em seu artigo 31 (Brasil, 1977), enquanto que a pessoa física passou a ser tributada a partir da Lei 7.713, de 1988, em seus artigos 2º e 3º (Brasil, 1988) e Lei 8.981 de 1995, em seu artigo 21 (Brasil, 1995). Não houve alterações durante o seu período de vigência, ou seja, para pessoa física, de 1988 a 2005 e, para a pessoa jurídica, de 1977 a 2005. A partir de 16 de março de 2016, com a sanção da Lei 13.259, que altera a Lei 8.981, de 20 de

janeiro de 1995, verifica-se a nova incidência de imposto sobre a renda na hipótese de ganho de capital, em decorrência da alienação de bens e direitos de qualquer natureza de pessoa física. As novas alíquotas são progressivas, de acordo com o valor dos ganhos de capital, conforme figura. Já a tributação de ganho de capital para pessoa jurídica manteve-se inalterada.

Em caso de falecimento, a legislação brasileira é bastante complexa, existindo várias possibilidades de tributação aos herdeiros. Se os mesmos optarem pela transferência pelo valor de mercado, o herdeiro sujeitar-se-á à incidência do imposto (Lei 9.532, de 1997, art.23, §1.º - Brasil, 1997). Porém, se a transferência se der pelo valor original da declaração do de cujus, não haverá incidência de impostos (Lei 9.532, de 1997, art.23 – Brasil, 1997).

Com relação a tributação de dividendos e de ganho de capital vale uma introdução ao assunto. Elton; Gruber (1970); Santos, Galvão (2015) já observavam que o investidor prefere menor tributação, ou seja se há mais tributação em dividendos o investidor vai preferir não recebê-los. Com isso, se a empresa não pagar dividendos o valor da empresa ou o valor da ação aumenta, e o ganho passa a ser em ganho de capital, que no exemplo aqui posto teria menor tributação.

Por outro lado, se a tributação for maior no ganho de capital o acionista vai preferir receber dividendos e diminuir o valor da empresa e com isso o valor do ganho de capital, o que condiz com a teoria do pássaro na mão, ou seja o investidor prefere receber antes e tem a convicção que ter recebido do que esperar o ganho de capital.

### **1.1.2 Legislação americana para dividendos**

A legislação americana de tributação de dividendos sofreu duas grandes mudanças. A primeira delas foi em 2003, chamada Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act ou Lei de Reconciliação do Auxílio Fiscal para o Emprego e Crescimento (JGTRRA), ditada pela Lei Pública 108-27 de 28 de maio de 2003 e, mais recentemente, no final de 2017, a Tax Cuts and Jobs Act ou Lei do Recorte de Impostos e Empregos (TCJA), registrada como Lei Pública 115-97 (Amadeo, 2019; Knott, 2019).

Um dividendo é uma participação no lucro, geralmente baseada no número de ações de uma corporação e na taxa de pagamento aprovada pelo conselho de administração ou administração, que é paga aos acionistas por cada ação de sua propriedade. Dividendos e

recompras de ações são as duas principais formas pelas quais as corporações podem distribuir dinheiro aos acionistas. Os dividendos também podem ser distribuídos na forma de ações (dividendos em ações e desdobramentos), título (uma promessa de pagamento em uma data futura) ou propriedade (normalmente *commodities* ou mercadorias do estoque). Por lei, os dividendos devem ser pagos com lucros; dividendos não podem ser pagos com o capital de uma corporação. Esta lei, que é projetada para proteger os credores da corporação, é conhecida como a regra de deterioração do capital. A lei estipula que os pagamentos de dividendos não podem exceder os lucros acumulados da empresa, conforme mostrado no balanço (USLegal, 2019).

Gitman (2002) classificou três formas comuns de políticas de dividendos adotadas por companhias norte-americanas, que são: a) Índice de *Payout* constante: prevê a distribuição de uma proporção constante dos lucros; b) Dividendos regulares: estabelece o desembolso de um valor fixo por período e; c) Dividendo regular-baixo-mais-extra: esta opção compreende as companhias (sujeitas à sazonalidade) que complementam o dividendo regular com um adicional quando os lucros apurados são superiores aos que seriam considerados normais.

De acordo com a Lei Pública 115-97 (2017), existem, ainda, os chamados *non-cash dividend*, ou seja, aquele dividendo que não é pago em dinheiro. Uma empresa pode distribuir ativos em vez de dinheiro para seus acionistas. Em uma cisão, as ações de uma subsidiária podem ser distribuídas aos acionistas. O procedimento é semelhante a um dividendo em dinheiro - o valor dos ativos é tratado como a distribuição. São aqueles pagos na forma de ações adicionais da empresa emissora, ou outra corporação (como sua subsidiária). Eles são geralmente emitidos em proporção às ações possuídas.

Uma recompra de ações ocorre quando a empresa entra no mercado aberto e compra parte de suas ações dos acionistas. Essa ação recomprada é chamada de estoque do Tesouro. Não sai da existência, é colocada na prateleira e não circula. Às vezes, a recompra será a um preço ligeiramente acima do preço de mercado em andamento.

Um desdobramento de ações, a empresa aumenta o número de ações por ação detidas. Por exemplo, um desdobramento de ações 2 por 1 resultará no acionista recebendo duas ações de novas ações para cada ação compartilhada. Se você possui 50 ações de uma empresa antes da divisão, você possuirá 100 ações após a divisão. As transações de desdobramento de ações são realizadas gratuitamente para o acionista.

### 1.1.2.1 Tributação americana para dividendos

Existem três datas importantes para lembrar sobre dividendos: a) Data da declaração: a data da declaração é o dia em que o Conselho de Administração anuncia sua intenção de pagar um dividendo. Neste dia, a empresa cria um passivo em seus livros. Agora, ele deve o dinheiro aos acionistas. Na data da declaração, o Conselho também anunciará uma data de registro e uma data de pagamento; b) Data do registro: este é o dia em que os acionistas registrados têm direito ao próximo pagamento de dividendos. Somente os proprietários das ações na data ou antes dessa data receberão o dividendo e; c) Data de pagamento: esta é a data em que o dividendo será efetivamente dado aos acionistas da empresa (Lei Pública 108-27, 2003).

As empresas geralmente pagam dividendos trimestralmente. Quando a empresa está prestes a pagar um dividendo, o conselho de administração da empresa faz um anúncio de dividendos que inclui o valor do dividendo, a data do registro e a data do pagamento. A data em que o anúncio de dividendos é feito é conhecida como a data da declaração. A data do registro é significativa para os acionistas da empresa. Todos os acionistas, na data do registro, têm direito a receber o dividendo. A data ex-dividendo é o primeiro dia em que as ações são negociadas sem o direito de receber o dividendo declarado. Todas as ações negociadas antes da data ex-dividendo são compradas e vendidas com direitos para receber o dividendo (também conhecido como o dividendo um). Como normalmente leva alguns dias úteis para liquidar uma transação de ações, a data ex-dividendo é geralmente alguns dias úteis antes da data de registro. Na data ex-dividendo, o preço de negociação da ação normalmente é contabilizado pelo fato de que o vendedor, e não o comprador, tem direito ao dividendo declarado (Costa; Barbachan, 2011).

Ganho de capital é a diferença entre o valor de compra de uma ação e o valor pelo qual ela é vendida. Desta diferença, parte fica retida com o Governo, referente ao imposto de renda incidente. Importante ressaltar uma diferença existente entre o Brasil e os Estados Unidos no item Dividendos e Ganho de Capital: o Brasil possui os chamados Juros sobre Capital Próprio – JSCP. O Juros Sobre Capital próprio é uma espécie de distribuição de dividendos que, após feita, retorna na forma contábil para a Demonstração do Resultado de Exercício (DRE) e entra como uma despesa financeira (Knott, 2019).

Nesta operação dos Juros Sobre Capital Próprio, é tributada para os acionistas a

alíquota de 15%. Porém, as empresas, ao retornarem eles ao DRE, acabam por ter um ganho fiscal de 24%, em média. Isso faz com que os tributos fiquem menores à empresa e acabam por gerar dividendos maiores ao acionista.

Hanlon e Hoopes (2014) publicaram o quadro que demonstra a evolução dos dividendos de 1982 até os dias atuais, nos Estados Unidos, o quadro foi adaptado para melhor se enquadrar no objetivo desse estudo, conforme pode ser observado na Tabela 2:

Tabela 2:

### História de imposto sobre dividendos e taxas de mudanças

Ano	Lei	Entrada em vigor da taxa	Taxa Anterior	Taxa Nova	Variação da taxa
1982	Economic Recovery Tax Act of 1981	01/01/1982	70,00%	50,00%	-28,60%
1987	Tax Reform Act of 1986	01/01/1987	50,00%	38,50%	-23,00%
1988	Tax Reform Act of 1986	01/01/1988	38,50%	28,00%	-27,30%
1991	Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990	01/01/1991	28,00%	31,00%	10,70%
1993	Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993	01/01/1993	31,00%	39,60%	27,70%
2001	Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001	01/01/2001	39,60%	39,10%	-1,30%
2002	Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act of 2001	01/01/2002	39,10%	38,60%	-1,30%
2003	Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation	01/01/2003	38,60%	15,00%	-61,10%
2010	Expected expiration of JGTRRA tax rates	01/01/2011	15,00%	35,00%	133,30%
2012	Expected expiration of JGTRRA tax rates	01/01/2013	15,00%	35,00%	133,30%
2017	Tax Cuts and Jobs Act of 2017	01/01/2018	35,00%	39,60%	113,14%

Observando a tabela 2, pode-se verificar que, em 2003, houve um grande corte de impostos. Porém, a partir de 2010, há uma nova oneração na tributação, com a publicação da Lei Pública 115/97 de 2017, chegando ao mesmo patamar de 1993. Já para ganho de capital, as taxas consideradas para este estudo são conforme a tabela 3:

Tabela 3:

**Tributação para ganhos de capital nos USA**

<b>Ano</b>	<b>% Tributação*</b>
1997 a 2000	39,60%
2001	39,10%
2002	38,60%
2003 a 2012	35,00%
2013 a 2017	39,60%

\* Taxas consideradas para operações com menos de 01 ano.

A análise dos percentuais de impostos sobre ganho de capital é relevante no sentido de que pode se tornar fator decisivo para o investidor preferir, ou não, o recebimento de dividendos no presente. É importante considerar que se optou por utilizar a taxa máxima para operações com período inferior a um ano para padronizar o estudo. Esta decisão foi tomada, pois, as taxas podem variar de acordo com o valor para operações acima de 01 ano, podem ser afetadas por legislações estaduais americanas e há também questões de isenção.

**1.1.3 Histórico das ADRs – *American Depositary Receipts***

O ADR – *American Depositary Receipt* ou, em português, Recibo de Depósito Americano, foi criado há mais de 90 anos, em 1927 (Murray, 1995). Pode ser definido como um recibo que representa uma ação de uma empresa estrangeira, que se encontra depositada em um banco no país de origem e é negociado nos EUA. Assim como qualquer outro valor mobiliário americano, os ADRs são cotados em dólar e negociados nas bolsas de valores dos Estados Unidos livremente (Pinheiro, 2006). De acordo com Murray (1995) e Bruni (2002), o primeiro ADR foi emitido pelas Lojas Selfridges, de Londres, Inglaterra. Os ADRs facilitam a vida do investidor, mantendo baixos custos e liquidez no mercado americano, sem a necessidade de investir em outro país. Eles ajudam a superar as barreiras operacionais e de custódia, evitam custos e despesas com conversão de moeda, minimizam o risco de custódias não confiáveis, reduzem a dificuldade de obtenção de informações e de não conhecer o mercado e a legislação, além de não sofrer diretamente com as incertezas políticas e instabilidades econômicas (Velli, 1993; Holthausen, 2001).

No Brasil, datam de 1992 as primeiras emissões de ADRs, iniciadas pelas empresas

Aracruz e Votorantim Celulose, um atraso de quase 70 anos desde o lançamento das ADRs, em 1927. Salvo o atraso, os anos subsequentes foram promissores nas aprovações de programas de ADRs de empresas brasileiras, com mais de 50 programas iniciados até o final da década de 1990 (Heyman; Gilly-Carig, 1995; Silveira, 2008).

Os ADRs têm sido usados em fusões e aquisições, reestruturações, ofertas de dívida de governos estrangeiros, planos de benefícios e bonificação de empregados. O autor explica que, originalmente, os ADRs vistos como recibos semelhantes aos recibos de depósito para *commodities* eram as ações depositadas com uma empresa de investimentos americana. Essa empresa de investimentos americana tinha interesse em vender um bloco de ações que detinha em uma empresa estrangeira e, nesse caso, depositava as ações em uma empresa depositária, podendo ser um banco e, em troca, pegava os ADR (Holthausen, 2001).

Os ADRs são divididos em três níveis diferentes. Porém, é importante ressaltar que os ADRs a serem utilizados nos cálculos deste estudo são os disponíveis para negociação nas Bolsas de Nova York e não será feita qualquer distinção entre eles. Segundo o relatório da Securities and Exchange Commission – SEC (2012), os participantes do mercado de capitais classificam os ADRs em 3 (três) níveis distintos. Esses níveis basicamente são a forma como as empresas acessaram o mercado de capitais americano.

- a) Nível 1: é o nível mais básico, ele é utilizado para negociação de balcão, não pode haver oferta pública e nem captação de recursos por parte das empresas nesse nível. Destinado a ações já existentes, mercado secundário;
- b) Nível 2: pode haver negociação nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América. Para estar nesse nível, a empresa se obriga a atender a legislação americana com relação aos relatórios e demonstrações contábeis que deve apresentar e divulgar. Assim como o nível 1, não pode ser usado para captação de recursos nos Estados Unidos. Dessa forma, é destinado a ações já existentes, mercado secundário;
- c) Nível 3: o mais completo dos níveis. Nesse nível, é possível fazer captação de recursos financeiros nos Estados Unidos, além de ser permitida a negociação em qualquer bolsa do território americano. Observa-se que, nesse nível, a empresa terá que atender todas as exigências da SEC (Securities and Exchange Commission), ou a agência reguladora do mercado de capitais nos Estados Unidos. Todos os

relatórios e demonstrações contábeis da empresa devem atender integralmente a legislação americana.

Adotada em 1990, a Regra 144A permite que instituições financeiras com ativos maiores que US\$ 100 milhões negociem instrumentos financeiros sem a necessidade de registro na SEC americana e poderão negociar instrumentos financeiros não só no mercado norte-americano, como também em outros mercados internacionais, desde que, adotem as regras estabelecidas pela SEC americana. Este fato poderá transformar-se em uma grande vantagem competitiva, em razão da possibilidade de redução de custos operacionais de captação de recursos financeiros, bem como da abertura do leque de possibilidades de operações de alavancagem financeira (Ferreira, 2001).

Sobre a legislação dos ADRs propriamente dita, Coyle (1995) cita que são dois atos que regulam os ADRs: a) 1933 Act Compliance e; b) 1934 Act Compliance. Os dois atos basicamente dizem que nem um título pode ser vendido nos Estados Unidos da América sem o registro obrigatório na SEC (Securities and Exchange Commission) e regulam a venda de títulos em mercado secundário. Os dois atos também exigem algumas informações muito importantes para a emissão de ADR, dentre eles que as empresas enviem de forma detalhada a situação financeira, cadastro da empresa, o tipo de instrumento que será emitido, além de outras informações.

De acordo com Lima (2005, p. 24), as partes envolvidas no lançamento de ADRs por empresas brasileiras são:

- a) Instituição custodiante: instituição no Brasil, autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia para fins específicos de emissão de ADRs;
- b) Instituição depositária, banco depositário ou banco emissor: instituição no exterior, responsável pela emissão, cancelamento e controle dos ADRs;
- c) Empresa patrocinadora ou emissora: companhia aberta no Brasil, emissora das ações ou valores mobiliários, objetos do programa dos ADRs;
- d) Advogados no Brasil e no exterior;
- e) Auditores externos;
- f) Investidores.

Com relação ao mercado brasileiro e à emissão de ADRs, De Camargos e Barbosa (2006) afirmam que os ADRs são utilizados pelas empresas brasileiras para expandir liquidez, aumentar a confiança do investidor nacional e tornar-se conhecidas no mundo todo. Porém,

Gusmão e Garcias (2008) concluem, com base no preço dos ADRs brasileiros em dólar, que pode haver assimetria informacional entre investidores brasileiros e americanos, uma vez que o tempo de recebimento das informações pode ser diferente e o conteúdo de informação pode ter impactos diferentes nos dois mercados. Em 2008, Iquiapaza, Lamounier e Amaral verificaram que as companhias brasileiras emissoras de ADRs, entre 2000 e 2004, pagaram menos proventos do que as empresas que não possuem títulos negociados no mercado internacional.

À luz da evolução das regulamentações sobre dividendos, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, é possível afirmar que os dois mercados operam de forma distinta quando o assunto é tributação de dividendos. Desta forma, este estudo tem como objetivo verificar se a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, procurando por diferenças nas decisões de distribuição de lucros de empresas brasileira com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs.

## 1.2 ÂMBITO DA INVESTIGAÇÃO

Este trabalho tem como âmbito de investigação a política de dividendos e a tributação, no caso das empresas brasileiras com dupla listagem – Brasil e Estados Unidos. No que tange ao conhecimento, nenhum outro estudo focou esta temática específica, neste país de dimensão continental, que é o Brasil, daí a relevância desta tese.

As companhias brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), que é a principal instituição brasileira de intermediação para operações do mercado de capitais, e seus ADRs, são o foco deste estudo.

Atendendo ao estado da arte nesta temática, o estudo aborda dois cenários de tributação diferentes entre si, onde empresas que atuam nos dois mercados devem tomar decisões para distribuição dos lucros.

## 1.3 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO

O presente estudo está dividido em cinco capítulos. Na Introdução, foi apresentada a contextualização sobre dividendos, tributação e ADRs no Brasil e nos Estados Unidos.

O segundo capítulo, Revisão de Literatura, pretende descrever a literatura que

sustenta a prática deste estudo, sendo abordadas as teorias de política de dividendos, peças-chave para o desenvolvimento de estudo.

O terceiro capítulo, Metodologia, visa apresentar os aspectos metodológicos utilizados na análise estatística, abordando o enquadramento metodológico, os objetivos da investigação, as questões e hipóteses de investigação, a definição da população/amostra, o método de pesquisa e a coleta e tratamento de dados e apresentação dos modelos.

No quarto capítulo, são apresentados os resultados para os modelos criados a fim de confirmar ou não as hipótese desenvolvidas e, no quinto capítulo, Conclusões, são apresentados os resultados em linhas gerais, visando responder as questões de investigação apresentadas, bem como as limitações do estudo, contributos e recomendações para futuras investigações.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1 INTRODUÇÃO

Para compreender dividendos, é necessário que se esclareça de que forma os dividendos e a política de dividendos são tratados pelas companhias. Esse tratamento pode ser justificado nas principais teorias de dividendos, que serão apresentadas com base em seus estudos seminais e aplicações destas teorias, ao longo de mais de meio século.

### 2.2 DIVIDENDOS E POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Uma das principais e mais complexas decisões financeiras de uma companhia diz respeito à definição de sua política de dividendos. Política de dividendos refere-se à decisão que a companhia deve adotar, entre distribuir fundos aos acionistas ou reter os lucros para reinvestimentos. A busca da maximização do valor da companhia para seus acionistas, por parte dos gestores, poderá ser alcançada quando se atingir a relação ótima entre lucros retidos e distribuídos.

Um dividendo é um valor pago em dinheiro para os acionistas da empresa. Este valor é normalmente baseado no ganho corporativo e nos lucros. Uma distribuição em dinheiro pode incluir ganhos de capital e retornos de capital, além do dividendo. Este é o método mais comum de compartilhar lucros corporativos com os acionistas da empresa. Para cada ação possuída, uma quantidade declarada de dinheiro é distribuída (Ellentuck, 2015).

Segundo Damodaran (2002), embora os dividendos tenham sido tradicionalmente considerados o principal meio para as companhias de capital aberto devolverem recursos ou ativos a seus acionistas, eles são apenas uma das muitas formas disponíveis para alcançar este objetivo. Ainda conforme o autor, uma das formas de se devolver recursos aos acionistas é através de recompra de ações.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2002), o termo dividendo se refere às distribuições de lucro em dinheiro. No entanto, a palavra distribuição é usada quando se faz uso de outras fontes que não os lucros correntes ou retidos para a distribuição. Os autores salientam ainda que, em termos gerais, se aceita como parte da política de dividendos qualquer pagamento direto, efetuado pela companhia a seus acionistas.

Brigham e Houston (1999) trazem a definição de que a política de dividendos envolve a decisão de escolher entre distribuir os lucros ou retê-los, para reinvestimento na companhia. Os mesmos autores também afirmam que a política ótima de dividendos para a companhia é aquela que atinge o equilíbrio entre os dividendos correntes e o crescimento futuro, que maximiza o preço da ação.

Também existe a crença de que as empresas podem sinalizar rentabilidade futura, quando realizam o pagamento de dividendos (Miller; Rock, 1985; Ambarish; John; Williams, 1987; La Porta; Silanes; Shleifer; Vishny, 2000;). Porém, esta teoria nem sempre pode garantir que a empresa terá ganhos futuros.

Para contemplar o objetivo deste estudo, a seguir, serão abordadas as teorias relacionadas à política de dividendos.

### 2.3 AS TEORIAS DA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

As decisões relacionadas à estrutura de capital da empresa, ou seja, questões relativas a investimentos e financiamentos, estão diretamente relacionadas à política de distribuição de resultados a ser adotada pela companhia.

A estrutura de capital é a composição de fontes de financiamentos de longo prazo, oriundas de capitais de terceiros ou capitais próprios. Tal financiamento pode ser obtido através dos recursos gerados pelas atividades da companhia (lucros retidos), junto aos acionistas, ou ainda, através de empréstimos e financiamentos junto a terceiros, considerando que cada fonte poderá apresentar custo financeiro distinto. O autofinanciamento, que se dá através da retenção de lucros, não expõe a companhia a riscos de insolvência, nem ao risco da perda de controle acionário pela emissão de novo valor das ações com direito a voto. Porém, esta alternativa de autofinanciamento não é aplicável quando a empresa não apresenta lucro ou quando o lucro é insuficiente, diante da necessidade de investimentos (Procianoy; Caselani, 1997).

Procianoy e Caselani (1997) afirmam que fatores como a legislação, as características setoriais, o nível de atividade econômica, as alternativas de investimentos, as fontes de financiamentos, a situação financeira e a inflação afetam a definição de uma política de dividendos.

Botoc e Pirtea (2014) alegam que, onde a proteção aos investidores é alta, a empresa

precisa de mais caixa, enquanto que, onde a proteção é menor, paga-se menos dividendos, dando preferência para a liquidez. Revelam que, independentemente do risco da empresa, em países de baixa proteção, o maior pagamento de dividendos é esperado para desenvolver uma boa reputação, e também, que o ciclo de negócios é irrelevante para explicar a distribuição de dividendos, indo na contramão da teoria do ciclo de dividendos. Realizando comparação com os resultados anteriores, as principais diferenças são a insignificância das oportunidades de crescimento e o efeito positivo da relação da dívida, mais tarde, sendo consistente com a teoria *trade-off*, da estrutura de capital.

Considerando que este trabalho trata de uma relação Brasil/Estados Unidos, é importante compreender que as variáveis que explicam a política de dividendos de cada país são diferentes. A política de dividendos das empresas apresenta-se como um componente de relevante importância nas organizações, dado os seus impactos financeiros para as organizações e investidores. Ao analisar companhias dos dois países, Viana Junior e Ponte (2016) identificaram que as variáveis lucro líquido e estabilidade dos dividendos podem explicar a política de dividendos das empresas brasileiras, ao passo que as variáveis estabilidade dos dividendos, valor de mercado e fluxo de caixa explicam a política de distribuição de lucros das firmas estadunidenses, aceitando-se a hipótese principal do estudo, de que a política de dividendos de cada um dos dois países pode ser explicada por fatores específicos dos respectivos contextos econômicos.

Quanto mais se observam os dividendos, mais se percebe que eles se parecem com um enigma, com partes que não se encaixam. Tanushev (2016) desenvolveu um estudo com base nas empresas de capital aberto da Bulgária, a luz da teoria da preferência de pagamento de dividendos, a teoria de irrelevância e a teoria dos benefícios fiscais do reinvestimento de lucros a fim de identificar por que as empresas modernas pagam dividendos e como a política de dividendos afeta o desempenho da empresa. Identificou que, a maioria das teorias está baseada no mercado norte americano e que nem sempre o que se aplica a um mercado é perfeitamente aplicável em outro, contribuindo para a ideia do quebra-cabeças de dividendos que até hoje não pôde ser completado. Existem muitos estudos sobre a política de dividendos, mas ainda não houve um consenso sobre a sua relevância, ou não, na valorização da firma. Tal fato deu origem ao surgimento de duas escolas: a Escola do Mercado Perfeito - Teoria M&M - Irrelevância de Dividendos, e a Escola do Mercado Imperfeito - Teorias de Lintner e Gordon – Relevância de Dividendos. Serão abordadas, também, a teoria da preferência fiscal,

a teoria do efeito clientela, a teoria da agência e a teoria da assimetria informacional e sinalização (Black, 1976; Prociandy; Poli, 1993). Lammya e Karima (2017) realizaram um revisão de literatura e ressaltam que as grandes contribuições teóricas de dividendos são antigas, sendo os estudo mais recentes baseados nas teorias já existentes.

### 2.3.1 Teoria da Irrelevância de Dividendos

Allen e Michaely (2002) afirmam que a teoria sobre política de dividendos possui dois momentos: antes e depois de Miller e Modigliani (1961). A literatura posterior a Miller e Modigliani (1961) tentou reconciliar a lógica de que os gerentes e o mercado consideram relevante a política de dividendos.

Miller e Modigliani propuseram, em seu artigo de 1961, considerado um marco importante para a problemática da política de dividendos, a Teoria da Irrelevância dos Dividendos. Considerando um mundo “perfeito”, os autores afirmam que, se não houvesse riscos de falência, e considerando que os investidores tomam atitudes racionais, a política de dividendos adotada não causaria efeitos sobre o valor da companhia. Os autores consideram que a política de dividendos não afeta o valor de mercado de uma companhia. Afirmam que este seria afetado somente pela capacidade da companhia de gerar lucros e pelo risco de seus ativos (Miller; Modigliani, 1961). Tinham por objetivo demonstrar que a escolha de uma política de financiamento feita por uma empresa não pode afetar seu valor de mercado, desde que ela mantenha sua distribuição de fluxos de caixa (Jensen; Smith, 1984).

Os autores da Teoria da Irrelevância dos Dividendos delineiam as seguintes hipóteses básicas para esta teoria: a) o mercado é perfeito, isto é, nenhum agente é capaz de afetar a cotação da ação com movimentos de compra e venda; b) não existe incidência de impostos e corretagens; c) o comportamento dos agentes é homogêneo e racional; d) os investimentos são definidos previamente e não são influenciados pelas políticas de dividendos; e) as informações são simétricas.

Sob essas suposições, Miller e Modigliani (1961) trouxeram o valor  $V_t$  da empresa como sendo o valor da empresa no momento  $V_{t+1}$ , subtraído o nível de investimento  $I_t$  e somando ao total da receita líquida  $X_t$ , descontado o valor presente pela taxa de retorno da empresa  $r_e$ , conforme equação:

$$V_t = \frac{V_{t+1} - I_t + X_t}{1 + r_e} \quad (1)$$

Considerando tais hipóteses, os autores argumentam que a política de dividendos não gera efeito sobre o preço das ações ou sobre o custo de capital. Assim, a política de dividendos é irrelevante para a companhia. Considera, ainda, que há uma suposta tendência de que os investidores são capazes de desfazer a estratégia de dividendos da companhia, reaplicando o dividendo recebido em excedente ou vendendo ações, caso o dividendo recebido seja inferior ao esperado (Miller; Modigliani, 1961).

A Teoria M&M, antes de encerrar o estudo de 1961, traz um parêntese, onde abandona a suposição de mercado perfeito e considera a possibilidade de haver imperfeições, onde há ocorrência de tributação dos rendimentos, de custo nas transações e taxas de corretagem, informação assimétrica e conflito de interesses. Pode-se dividir as imperfeições em dois grupos, de acordo com Baker, Powel e Veit (2002). O primeiro, chamado de grupo das grandes imperfeições, é composto pela tributação, assimetria informacional e custo de agência; o segundo inclui o custo de transações, despesas de flutuação e considerações comportamentais.

Esta constatação de que há imperfeições no mercado, bem como o fato de que três delas são extremamente relevantes, impulsionou o desenvolvimento de novos estudos que se contrapunham à alegação de M&M (1961) e enfatizavam as imperfeições de mercado, como é o caso do estudo do efeito tributário e do efeito clientela, abordados, inicialmente, por Elton e Gruber (1970) e a sinalização informacional, analisada primariamente por Bhattacharia (1979).

Em 1963, Modigliani e Miller apresentaram a versão revisada de seus trabalhos, nos quais contemplavam a dedutibilidade dos juros na apuração do Imposto de Renda. Com isso, eles reconheceram os benefícios fiscais com o aumento da alavancagem financeira e o aumento, portanto, do risco para a empresa. Nesse novo postulado, M&M concluem que, quando existe o aumento do risco, com a maior participação de capital de terceiros na estrutura de capital de uma organização, os acionistas exigem maior retorno de seu capital investido. Ao mesmo tempo, o custo global do capital (WACC) diminui com o a dedução dos juros no cálculo do Imposto de Renda e, como consequência, o valor da empresa aumenta

(Teixeira; Prado; Ribeiro, 2011).

Allen e Michaely (2002) identificaram que os impostos afetam os preços das ações no dia ex-dividendo e as tomadas de decisões sobre os negócios por parte dos investidores. Em grande parte dos períodos examinados, a baixa do preço da ação no dia ex-dividendo foi superior ao valor do dividendo pago por ação. Esta queda não pode ser atribuída aos erros de medidas ou às expectativas do mercado. Entretanto, os autores constatam que as imperfeições de mercado, como os impostos e os custos de transação, de alguma forma, podem influenciar no preço da ação. Em um mercado perfeito, como o proposto por Modigliani e Miller (1961), ou seja, sem a ocorrência das imperfeições, os dividendos não influenciariam o preço das ações.

### **2.3.2 Teoria da relevância de dividendos**

A argumentação sobre a atribuição de valor de uma empresa, considerando a relevância da política de dividendos, é tema antigo, com mais de 60 anos. A partir da década de 1950, com o estudo pioneiro de Lintner (1956), o tema da relevância da política de dividendos ganha força e incentiva novos estudos, como os estudos de Gordon e Shapiro (1956), Gordon (1959; 1963), Lintner (1962) e Watss (1973). Todas estas propostas de estudos consideram a imperfeição do mercado, com todas as suas incertezas, traçando um perfil de investidor, que prefere receber dividendos a arcar com a incerteza dos lucros que lhe pagariam ganho de capital. Desta forma, se poderia associar o acréscimo no pagamento de dividendos ao aumento do valor da empresa, uma vez que minimizaria as incertezas sobre o fluxo de caixa futuro (Santos; Galvão, 2015).

Os gestores de uma companhia podem controlar parte dos dividendos pagos, mas não possuem meios para controlar a cotação da ação. Os investidores, que são avessos ao risco, estão mais incertos quanto ao ganho de capital do que em relação aos dividendos.

O estudo de Lintner (1956) dedicou-se a revisar informações sobre 600 companhias. Destas, 28 foram investigadas individualmente, através de entrevistas com os gestores, para identificar e compreender a tomada de decisões e o padrão de comportamento em relação à política de dividendos (Santos; Galvão, 2015). Considerando o período de 1947 a 1953, o autor procurou entender a política de dividendos das empresas em seu sentido amplo, e não apenas analisar um aspecto específico dos dividendos das companhias selecionadas.

Como resultado, o estudo de Lintner (1956) revelou quatro grandes descobertas. A primeira se deve ao fato de que os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos da empresa, por receio de terem que reverter sua decisão no futuro. Caso a entidade não conseguisse manter um alto índice de *payout*, um corte futuro nos dividendos poderia ser mal interpretado pelos investidores, causando queda no valor de negociação das ações. Em consequência do receio em alterar a política de dividendos, há uma suavização das séries históricas de dividendos, ou seja, os dividendos aumentam quando o lucro aumenta, mas o índice de *payout* se mantém o mesmo. O inverso é verdadeiro, se o lucro reduz, reduz-se o dividendo, mantendo o índice de *payout* inalterado. Consequência disso é que grandes alterações nos lucros não refletem alterações de índices de *payout*. A terceira evidência deste estudo é que os gestores estão mais preocupados com as variações percentuais nos dividendos do que com o seu valor absoluto em unidades monetárias. Dessa forma, os gestores tendem a estabilizar a série de pagamento de dividendos, por crerem que o mercado privilegia empresas que conseguem estabilizar a série de pagamento de dividendos. Assim, caso a empresa sinta a necessidade de ajustar sua política de dividendos, ela o deve fazer de forma gradual, objetivando minimizar possíveis reações negativas do mercado, que dão preferência à estabilidade do *payout* médio. Por fim, verificou que os dividendos estão diretamente relacionados ao ciclo de vida das empresas. Quanto mais nova e maior o índice de crescimento, menor o índice *payout*. Quanto mais consolidada e estabilizada, mais elevado o índice de *payout*. Para além das constatações evidenciadas, Lintner (1956) também verificou que aspectos específicos da empresa e do mercado, considerando o contexto atual e experiências anteriores sobre variação de juros, ganho sobre capital, razão preço e ganho e o fluxo dos fundos, estão diretamente ligados à política de dividendos (Santos; Galvão, 2015).

Para comprovar as evidências, Lintner (1956) desenvolveu a equação apresentada a seguir, o modelo de Lintner, para mostrar que a variação dos dividendos é menor que a variação dos lucros (resultados apurados):

$$\Delta D_{it} = ai + ci(D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + u_{it} \quad (2)$$

Onde  $\Delta D_{it}$  é igual a  $r_i P_{it}$ , onde  $r$  é o coeficiente de distribuição dos lucros,  $P$  corresponde aos lucros do ano atual após os impostos,  $\Delta D_t$  representa a mudança no

pagamento de dividendos,  $D_t$  e  $D_{t-1}$  representam os valores de dividendos pagos nos respectivos anos, identificados por  $t$ . O subscrito  $i$  representa cada companhia individualmente,  $D_{it}^*$  representa os dividendos projetados que as companhias pagariam no ano, se seu dividendo fosse determinado simplesmente pela variável  $r_i$ , aplicada aos lucros do respectivo ano. O coeficiente  $c_i$  indica a diferença entre o dividendo projetado  $D_{it}^*$  e o pagamento efetivamente feito  $D_{i(t-1)}$ , pelas companhias no ano o que refletirá se o dividendo pago aumentou ou diminuiu, se comparado ao projetado. A constante  $a$  será zero para algumas companhias, mas sua função é identificar o crescimento gradual dos dividendos pagos pelas companhias. A variável  $u$  representa a discrepância entre a mudança observada  $\Delta D_{it}$  e aquela esperada em função dos outros termos na equação. O autor conclui que os impostos e as políticas de dividendos de longo prazo (*payout* de longo prazo) são bem incorporados pelo modelo desenvolvido no estudo, alertando, porém, para o fato de que a economia deve manter certa estabilidade e que os dados devem ser inseridos de forma certa e cuidadosa no modelo.

Anjali e Raju (2018) analisaram empresas do setor de bens e consumos indiano e comprovaram que as empresas garantem que o dividendo atual sinalize seu desempenho e o desejo da administração de manter um dividendo estável. O estudo confirmou ainda que, estas empresas seguem a descrição de Lintner da política de dividendos, pois, em primeiro lugar, suavizam os dividendos; em segundo lugar, relutam em cortar dividendos, mesmo em caso de menos lucro e, aumentam os dividendos em pequenas porcentagens com o aumento nos lucros. Uma visão generalizada é oferecida por Ha, Im e Kang (2017) de que caminhos trilhados com dividendos suaves podem ser uma consequência das tentativas dos gerentes de combinar pagamentos de dividendos com as metas organizacionais.

No estudo realizado na Turquia por Baker, Kilincarslan e Arsal (2018), os autores identificaram que os gerentes de empresas listadas na Bolsa da Istanbul que pagam dividendos, parecem seguir políticas de dividendos gerenciados com um padrão específico de pagamento de dividendos que envolve a suavização de dividendos, consistente com Lintner (1956). Eles são conservadores ao tomar suas decisões sobre dividendos, determinando pagamentos de dividendos com base em ganhos sustentáveis, usando uma taxa de pagamento-alvo e fazendo ajustes parciais no pagamento atual em relação à meta.

Gordon e Shapiro (1956) apoiaram-se no grande desenvolvimento comercial, ocorrido após a segunda guerra mundial, e buscaram evidenciar um método mais sistemático de descobrir, avaliar e selecionar oportunidades de investimento. De acordo com Sanvicente (2012), os autores sugeriram que um modelo de avaliação por dividendos descontados poderia ser usado para estimar o retorno exigido de um investimento e, por extensão, o retorno esperado de uma ação, caso a ação estivesse corretamente precificada no mercado. Este modelo parte da premissa de que o valor da empresa é o valor presente dos dividendos futuros a serem recebidos na perpetuidade, descontados pela remuneração do capital próprio. Segundo Damodaran (2007), ele permite considerar diferentes formas para o crescimento desses dividendos, seja de forma constante, ao longo de toda a projeção futura, ou por diferentes níveis de crescimento.

Desenvolver objetivos e critérios, pelos quais o comitê executivo de uma empresa descentralizada pode chegar ao orçamento de capital, através de um programa racional de orçamento de capital, ajuda a manter a iniciativa por parte de um gerente de fábrica, mesmo que o comitê executivo possa vetar uma ou todas as suas propostas. O uso de um programa de orçamento de capital serve para mostrar à alta gerência que cada proposta aceita padrões predeterminados adequados e que o orçamento, como um todo, faz parte de um plano sólido e de longo prazo para a empresa. Os pontos focais do orçamento de capital são: (1) determinar as rentabilidades da matriz de alternativas de desembolso de capital e (2) determinar a menor rentabilidade necessária para fazer um investimento, ou seja, um ponto de corte. O orçamento de capital também envolve procedimentos administrativos e organização projetados para descobrir oportunidades de investimento, processar informações e executar o orçamento (Gordon; Shapiro, 1956).

Para Gordon e Shapiro (1956), o estudo evidenciou uma definição da taxa de lucro requerida pelo mercado em uma parcela de ações ordinárias, com algumas vantagens: a) é teoricamente superior nos rendimentos e dividendos, porque reconhece o fluxo de receita; b) espera-se que o valor fornecido por uma ação cresça; e c) suas características empíricas também são superiores às dos rendimentos e dividendos, desde que esse valor geralmente esteja de acordo com as noções de senso comum sobre a taxa de lucro predominante em uma ação, uma vez que seu valor flutua em uma faixa mais estreita, ao longo do tempo. Os autores finalizam identificando alguns dos problemas envolvendo a definição da taxa de lucro e rendimento nos modelos de orçamento de capital, considerando, assim, que a teoria do

orçamento necessitaria, antes de se tornar um guia de ação confiável, aprimorar as técnicas para estimar a receita futura, com uma proposta de desembolso de capital e aprender muito mais sobre como a taxa de lucro que o mercado exige em uma ação varia de acordo com o dividendo, com a taxa de crescimento e com outras variáveis que podem influenciá-lo.

Em 1959, Gordon volta-se para a perspectiva do investidor e, utilizando uma amostra de dados de quatro indústrias de ramos diferentes e, considerando dois anos não sequenciais (1951 e 1954), considera que o investidor teria preferência em receber seu rendimento em dividendo, ao invés dele ser reinvestido pela empresa, gerando retorno de capital, uma vez que o sucesso do reinvestimento é incerto. Esta é a Teoria do Pássaro na Mão (*Bird-in-the-hand Theory*).

O modelo desenvolvido por Gordon (1959) tinha por objetivo evidenciar a relação entre valor da ação e dividendo. No modelo, o valor das ações pode ser derivado do valor do fluxo de dividendos descontados, levando em consideração o fator reinvestimento da empresa e a preferência dos investidores ao risco, conforme equação abaixo, que representa a relação entre valor da ação e dividendo:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_t)^t} \quad (3)$$

Considera-se que  $V_0$  é o valor da empresa,  $D_t$  é o dividendo pago no momento  $t$  e  $r_t$  é a taxa de crescimento descontada. O modelo demonstra que um aumento nos dividendos aumentaria diretamente o preço das ações, tendo em vista que menores dividendos levariam a uma maior taxa de desconto  $r_t$ .

Para Gordon (1963), os acionistas não são indivíduos que tomam decisões totalmente racionais e, graças às incertezas quanto ao futuro de qualquer empresa, dão preferência ao recebimento de dividendos hoje, ao invés de aguardar a incerta valorização futura da ação da empresa. Diferentemente do que trata a Teoria de Miller & Modigliani – M&M (1961), Gitman (2002) defende o argumento básico, que sustenta a Teoria de Relevância dos Dividendos atribuída a John Lintner (1962) e Myron J. Gordon (1963), que sugerem que os acionistas preferem dividendos correntes e que há, de fato, uma relação direta entre a política de dividendos e seu valor de mercado.

Quando há pagamentos de dividendos correntes, os investidores têm menos incertezas sobre a companhia, o que automaticamente afeta a avaliação da mesma, com base no seu fluxo de dividendos descontados. A avaliação é feita com base no valor de todos os dividendos a serem recebidos no futuro, descontando os juros neles taxados, para ajustá-los ao valor presente. Desta forma, o valor presente do fluxo de dividendos de uma empresa que distribui dividendos de forma agressiva será superior a outra que, embora distribua os mesmos valores aos seus acionistas, entrega a eles um percentual menor de seu lucro (Lintner, 1962;Gordon, 1963;).

Watts (1973) examinou a hipótese de que os dividendos poderiam conter informações sobre os ganhos futuros da empresa e que o conhecimento de dividendos passados e atuais permitiria uma boa previsão sobre ganhos futuros. Porém, ele concluiu que o potencial das informações em dividendos é muito pequeno e trivial, o que corrobora com Lintner (1962) e Gordon (1963), no fato de que a incerteza sobre o futuro faz com que os investidores prefiram obter seus rendimentos em dividendos.

Porém, Miller e Modigliani (1961) trouxeram uma crítica ao pássaro na mão, a partir do argumento de que o risco é determinado pelos fluxos de caixa operacional da empresa, não pelo caminho da distribuição do ganho. Sugeriram, também, que o risco da empresa afetava o nível de dividendos, não o contrário.

### **2.3.3 Teoria da Preferência Fiscal**

O mercado perfeito, defendido pela Teoria M&M (1961), não sofre influência de nenhum fator. Porém, os autores assumem que as imperfeições não podem ser excluídas e consideram os tributos como sendo “a maior imperfeição sistemática no mercado” (Miller; Modigliani, 1961, p. 432). Analisando esta proposição, Santos e Galvão (2015) citam que, em um mercado imperfeito, considerando que há diferença no tratamento tributário entre dividendos e ganho de capital, isto pode influenciar de maneira significativa a política de dividendos e o valor das empresas. Nota-se que os investidores tendem a investir em empresas que proporcionem maior volume de distribuição de lucros e, havendo diferença na tributação entre dividendos e ganhos sobre o capital, os investidores irão preferir a de menor tributação.

Em 1970, Elton e Gruber mostraram que, se os impostos entram nas decisões dos

investidores, a queda de preço no dia ex-dividendo deve refletir o valor pós-imposto do dividendo relativo ao valor pós-imposto das mais-valias nesse dia. Como os dividendos, na maioria dos períodos, são tributados mais fortemente do que ganhos de capital, a teoria sugere que, se os impostos afetarem as escolhas dos investidores, a queda no preço das ações geralmente deve ser menor que o dividendo e a queda pode ser usada para inferir taxas marginais de imposto.

No Brasil, Procianoy e Poli (1993) realizaram um estudo para discutir a viabilização de uma política de dividendos que pudesse gerar uma maior economia fiscal aos investidores, uma vez que a carga tributária aplicada era alta. Além da economia fiscal, buscava encontrar maior liquidez na Bolsa e, como consequência, uma melhor valorização das suas ações. Concomitantemente ao pagamento máximo de dividendos, os autores sugeriram, à época, a emissão de ações, com o objetivo de capitalizar a empresa e fazer frente aos seus investimentos e à manutenção dos níveis de risco financeiro. Assim, a companhia poderia reduzir a tributação sobre ganhos de capital para os investidores, independentemente de sua forma jurídica. Como consideração, os autores chamam atenção para o fato de que a sugestão prevê que gestores e investidores têm atitudes racionais na gestão de seus respectivos recursos, buscando o maior retorno possível. Como conclusão de seu estudo, Procianoy e Poli (1993) citam que as companhias que adotarem a política sugerida em seu artigo deverão obter um incremento real nos preços de suas ações. Os investidores buscarão as ações que lhes possibilitem o maior ganho líquido possível, resultado de uma economia fiscal programada.

Procianoy e Snider (1994) buscaram testar a maximização da riqueza do acionista, através do *payout* dos dividendos, quando da mudança da legislação tributária, em 1989, onde dividendos passaram a ser isentos e o ganho de capital tributado. Os autores identificaram que, para o período de 1987 a 1988, a média do *payout* de dividendos foi de 25% (vinte e cinco por cento), cabendo ressaltar que, neste período, os dividendos eram tributados. Já para o período de 1990 a 1992, em que os dividendos estavam livres de tributação, a média do *payout* dos dividendos foi de 40% (quarenta por cento). Pode-se constatar que, quando a tributação sobre dividendos é maior do que sobre ganho de capital, isto influencia na redução do nível de pagamento de dividendos e o inverso é verdadeiro.

Em mais um estudo relevante sobre política de dividendos e tributação no Brasil, Procianoy (1996), motivado pela mudança em relação aos dividendos na legislação tributária brasileira, ocorrida em 1988/1989, que deixou de tributar a distribuição de dividendos pelas

companhias, 23% (vinte e três por cento) sobre os dividendos pagos e retidos na fonte, e passou a tributar o ganho de capital em 25% (vinte e cinco por cento), afirma que a tributação é um dos fatores que influencia a atitude dos gestores das companhias e que os gestores consideram a tributação como elemento influenciador da política de dividendos das companhias.

Considerando Brigham e Houston (1999), nos EUA, há três razões de ordem fiscal para pensar que investidores poderiam preferir uma distribuição de dividendos mais baixa à uma distribuição mais alta: tributação menor, postergação do pagamento do tributo sobre o ganho de capital e, no caso da ação pertencer a alguém que venha a falecer, não há pagamentos de impostos sobre ganho de capital. Desta forma, no Brasil, a Teoria de Preferência Fiscal se enquadra nas razões de Brigham e Houston (1999), pois, basicamente, os dividendos foram ou são isentos de tributação, diferentemente do ganho de capital que, desde 1988, incide sobre as operações das pessoas físicas.

Diretamente oposta à "Teoria do Pássaro na Mão", e mais radical que a Teoria da Irrelevância, esta linha de argumentação fundamenta-se nas regras do Imposto de Renda (IR) e no diferente tratamento dado aos dividendos e aos ganhos de capital. O investidor tem por objetivo maximizar seus ganhos líquidos (após a tributação) e, com isso, procurará diminuir os efeitos dos tributos. Desta forma, se houver uma alíquota menor para ganhos de capital, os dividendos passam a ser indesejados. Mesmo com as alíquotas iguais, o ganho de capital teria a vantagem do desembolso, pois, enquanto os impostos incidentes sobre o dividendo seriam pagos no momento do recebimento do mesmo, os impostos sobre o ganho de capital seriam pagos somente no momento da venda da ação (Elton; Gruber, 1970; Santos; Galvão, 2015).

A Teoria da Preferência Fiscal é utilizada pelas empresas com o intuito de diminuir a tributação sobre a mesma e, em consequência disso, aumentar o valor do rendimento pago ao acionista, maximizando, assim, o seu ganho. Segundo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662) “em virtude de os ganhos de capital de longo prazo estarem sujeitos a impostos menos onerosos do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em lugar de distribuí-los como dividendos”. Essa teoria destina-se a explicar o efeito da tributação diferenciada sobre a política de dividendos. Argumenta-se que, havendo taxação de impostos sobre os ganhos de capital e os dividendos, de forma diferenciada, os acionistas tenderiam a escolher a opção que lhe trouxesse menos encargos tributários. Segundo Bueno

(2000, p. 49), mesmo quando as alíquotas fossem idênticas, haveria, ainda, o benefício do desembolso, pois, enquanto os impostos sobre dividendos são pagos no momento de seu recebimento, nos ganhos de capital paga-se apenas quando o lucro é realizado, ou seja, quando as ações são vendidas.

Para Santos e Galvão (2015), em cenários onde a tributação de dividendos se apresenta maior do que a de ganho de capital haveria a percepção de que os “dividendos são ruins”, ou não são vantajosos. Desta forma, os autores colocam que as empresas deveriam reter o valor a ser pago como dividendo para se colocarem em melhor situação. Por fim, chega-se a ideia de que o investidor tomará suas decisões baseado na tributação dos dividendos e ganhos de capital e da razão *dividend yield*.

Há quem indique a relevância da política de dividendos, baseada nas diferentes tributações que os dividendos e o ganho de capital apresentam entre o Brasil e os Estados Unidos (Bruni; Famá; Firmino; Gama, 2003). Porém, Assaf Neto (2003) afirma que, no Brasil, os pontos sobre as políticas de dividendos são colocados em nível de grande desprezo pelas empresas e, ainda, há a legislação vigente no Brasil, que estabelece o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, não permitindo que essa decisão flua livremente por meio de decisões da administração da empresa e de seus acionistas.

Conforme já citado, em 2003, os Estados Unidos realizaram um grande corte nos impostos sobre dividendos, sendo um dos temas mais relevantes de estudos internacionais nesta temática, após 2003. Amromin, Harrison e Sharpe (2008) analisaram a hipótese do corte nos impostos ter impulsionado o preço das ações americanas, destacando que os aumentos anormais dos dividendos pagos não tinham relação com a notícia do corte nos impostos. Brav, Graham, Harvey e Michaely (2008a; 2008b) aparecem em dois momentos. No primeiro, realizaram um levantamento com 328 executivos, a fim de saber qual a importância da notícia do corte na política de dividendos das empresas. Num segundo momento, os autores avaliaram o efeito do corte de impostos em relação às políticas de dividendos. Em ambos os casos, concluiu-se que o corte tem impacto de segunda ordem nas políticas de dividendos, não as afetando diretamente.

Seguindo a linha do corte de impostos em 2003, Daniel, Denis e Naveen (2008) analisaram o impacto do corte sobre o gerenciamento de resultados, concluindo que ele pode influenciar os níveis de dividendos. Desai e Dharmapala (2011) analisaram como os impostos sobre dividendos podem influenciar na escolha de carteira de investidores americanos, a

partir do subconjunto de dividendos estrangeiros da Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA), de 2003. Analisando empiricamente, os autores constataram que, após as mudanças tributárias de 2003, os investidores americanos preferem ações de países com benefícios fiscais.

Sikes e Verrecchia (2015) em uma análise dupla, primeiro, verificaram teorias de estudos anteriores, que citam que a liquidez (falta de liquidez) atenua (amplia) o efeito positivo de dividendos sobre as taxas de retorno esperadas. Em segunda instância, os autores analisaram, empiricamente, a Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act (JGTRRA) de 2003, que reduziu a diferença entre a taxa máxima do imposto de dividendo e ganhos de capital estatutários. Como resultado, os autores apresentaram um modelo de mercado imperfeitamente competitivo, onde a liquidez apresenta papel significativo na determinação do efeito das taxas de imposto no nível de investidor sobre o retorno esperado das empresas. A previsão gerada, a partir da análise dos autores, foi de que a menor liquidez amplia o efeito de uma mudança na diferença entre as taxas de imposto sobre os dividendos e ganhos de capital sobre os retornos esperados, enquanto que o aumento da liquidez atenua este efeito.

Empiricamente, Sikes e Verrecchia (2015) descobriram que a diminuição do retorno esperado após o corte de impostos é significativamente maior para ações menos líquidas. Os resultados sugerem que o impacto da alíquota do imposto dos dividendos sobre as alterações de preço e custo de capital é maior para as firmas de menor liquidez. Mostraram que a propriedade institucional está altamente correlacionada com a liquidez e que o papel atenuante de propriedade institucional já não existe, uma vez que controla o efeito da liquidez na capitalização de imposto sobre dividendos. Da mesma forma, uma análise adicional mostra que a apropriação institucional também está capturando menor risco e mais baixas tolerâncias de risco relativo dos investidores tributáveis (Guenther; Sansing, 2006), sendo que ambos suavizaram a capitalização do imposto sobre dividendos.

Dai, Schackelford, Zhang e Chen (2013) analisaram que reduções de impostos aos acionistas reduzem o custo de capital próprio, mais para as empresas com restrições financeiras, que são as que preferem as reduções. Com a redução de 2003, menos empresas pagaram dividendos. Jacob e Jacob (2013) analisaram, no período de 1990 a 2008, o comportamento das empresas de 25 países, em relação a variações na tributação, políticas fiscais, pagamentos de dividendos e recompra de ações. Os estudos revelaram que os impostos são determinantes de primeira ordem para os pagamentos de dividendos e ganhos

de capital.

Banyi e Kahle (2014) constataram, em seu estudo, uma propensão à diminuição dos pagamentos de dividendos ao longo do tempo. Em contraponto, após o corte de impostos de 2003, as empresas estão mais propensas a pagar. Eles indicam, também, que empresas mais jovens no mercado tendem a pagar menos dividendos do que empresas mais antigas.

Hanlon e Hoopes (2014) evidenciaram uma onda de dividendos especiais nos meses finais de 2010 e 2012, imediatamente antes do imposto aumentar. Sinalizado com a volta do aumento dos impostos nos Estados Unidos após o corte de 2003, esses aumentos foram programados para 01 de janeiro de 2011 e de 2013. Os autores investigaram o uso corporativo de duas mudanças – a política de pagamento alternativo de dividendos especiais e o deslocamento intertemporal de dividendos – imediatamente regulares antes de um esperado aumento no imposto a nível individual, no caso, a expiração do JGTRRA. Empresas deslocaram permanentemente seu calendário de pagamentos regulares para o mês de dezembro. Tais evidências demonstram que os gestores consideram o imposto sobre dividendos individuais na tomada de decisão dos pagamentos de dividendos das empresas e sugere que os legisladores políticos devem reconhecer que apenas considerando as mudanças de política, poderiam provocar uma resposta comportamental de empresas sensíveis ao imposto.

Dasilas e Grose (2019) investigaram os efeitos de riqueza de dois tipos distintos distribuição de caixa seguida pelas empresas listadas na Grécia, ou seja, dividendos e retorno de capital. Com a introdução da tributação sobre dividendos em 2009, no período pós crise financeira, as empresas gregas passaram a distribuir retorno de capital para os acionistas a fim de transferir menos dinheiro tributados aos mesmos. A Grécia possui pagamento obrigatório mínimo de 35% (trinta e cinco por cento) do lucro líquido em dividendos, desta forma, não há muita surpresa para o acionista. Já Herron e Platt (2020) analisaram uma amostra de 28.895 empresas de 30 países de 1990 a 2018, e identificaram que a tributação de dividendos faz com que as empresas respondem a alterações nas taxas de imposto sobre dividendos para reduzir a carga tributária sobre os acionistas. Consistente com a literatura, mostra que empresas de todo o mundo alteram sua política de pagamento de dividendos em resposta à alteração de imposto sobre dividendos. Tais decisões corroboram com a teoria da preferência fiscal.

Abuselidze (2020) em análise comparativa de países desenvolvidos e em desenvolvimento, quanto a otimização de impostos, verificou que, os países desenvolvidos

ênfatisam a importância da justiça fiscal com taxas de imposto de renda progressivas, já os países em desenvolvimento se concentram principalmente na mobilização de receitas orçamentárias e em menor consideração dos princípios de tributação justa. Se traçarmos um paralelo entre Brasil e Estados Unidos, podemos verificar que, no que tange a tributação de dividendos, os Estados Unidos aplicam tabelas progressivas e de acordo com a renda, já no Brasil a pesar de a tributação de dividendos ser 0% (zero por cento), a grande maioria dos investidores é de alta renda, o que poderia ser considerado injusto.

Petkova (2020), analisou 131 países e 2470 tratados de dupla tributação assinados entre 1950 e 2012 e identificou que 59% (cinquenta e nove por cento) são assimétricos, ou seja, prescrevem diferentes taxas de imposto retido na fonte, dependendo da fração de propriedade do investidor estrangeiro. Em um modelo teórico, demonstrou que os países de origem podem ter interesse em uma alta taxa de retenção na fonte no país anfitrião, mesmo que eles não recebem a receita desse imposto. Além disso, encontrou evidências que confirmam que um motivo para ter taxas de retenção na fonte assimétricas sobre dividendos é uma dependência espacial existente das taxas dos países pares que pode ser um fator determinante para a definição de taxas assimétricas. Por fim, confirmou que o *spread* em si, ou seja, a diferença entre os dividendos da carteira e da participação negociados no tratado tributário, também é afetada pelos países pares.

#### **2.3.4 O efeito clientela**

Miller e Modigliani (1961) propuseram o Efeito Clientela, que sugere que os investidores, quando sujeitos à alta taxação, tendem a preferir uma menor distribuição de dividendos. Assim, os investidores dariam preferência aos ganhos de capitais a serem tributados com uma alíquota inferior aos dividendos distribuídos. Em resposta às preferências dos investidores, os gestores podem modificar a política de dividendos, o que se denomina Efeito Clientela.

Os investidores podem evitar ações que distribuam grande quantia de dividendos em razão dos impostos que incidem sobre tal. Muitos preferem posicionar-se em ações que ofereçam pouco dividendo e muito ganho de capital. É importante ressaltar que este comportamento é verificado nos EUA em razão da sua legislação tributária. Todavia, no Brasil, ocorre efeito exatamente inverso, uma vez que, a partir de 1996, os dividendos são isentos de

tributação e o ganho de capital é tributado.

Considerando que há, ainda, os investidores que têm necessidade de caixa, ou seja, necessitam receber os dividendos, mas não podem arcar com os custos das vendas (realização de lucros) e de compra (reinvestimentos), que demandam tempo, emolumentos e corretagens, as companhias deveriam definir suas políticas de dividendos de acordo com o perfil do investidor e, uma vez ajustadas as políticas ao desejo dos investidores, as companhias seriam incapazes de modificar o preço de sua ação (Elton; Gruber, 1970).

Considerando o mundo ideal de Miller e Modigliani (1961), o Efeito Clientela é visto da seguinte forma: uma companhia que paga o mesmo montante de dividendos atrai investidores interessados em fluxos estáveis de caixa. Em contrapartida, investidores interessados em ganhos de capital são atraídos por companhias que reinvestem seus lucros. Com isso, se o investidor tem o que procura, o valor das ações não é afetado pela política de dividendos.

Os autores também afirmam que, se a frequência da distribuição da alíquota de dividendos for igual à distribuição de dividendos da preferência dos investidores, isso equivale a uma situação de mercado perfeito. Com isso, seria possível a companhia atrair os investidores (clientela) mais interessados em sua política de dividendos (Miller; Modigliani, 1961).

O primeiro estudo a testar o Efeito Clientela foi realizado por Elton e Gruber (1970). Para realizar este teste, os autores utilizaram-se dos dados da Bolsa de Nova York, no período de 1.º de abril de 1966 a 31 de dezembro de 1967, todos em datas ex-dividendo. Este estudo demonstrou que as companhias buscam atrair uma clientela racional, que aceite a política de dividendos praticada pela companhia, demonstrando a existência do Efeito Clientela.

No Brasil, o estudo pioneiro de teste do Efeito Clientela foi realizado por Brito e Rietti (1981). Utilizando uma metodologia similar à de Elton e Gruber (1970), testaram o Efeito Clientela no mercado brasileiro, no período de 1973 a 1976, sendo que o resultado do estudo não encontrou qualquer evidência que suportasse a existência deste efeito no mercado acionário brasileiro. Concluíram, assim, que, ao contrário do mercado acionário norte-americano, no mercado brasileiro não existia qualquer associação entre os níveis marginais de taxaço de investidores e sua preferência por distribuição ou retenção de dividendos. Porém, no estudo de Procianny e Poli (1993), o Efeito Clientela aparece quando investidores buscam as ações que lhes possibilitem o maior ganho líquido possível, resultado de uma

economia fiscal programada e colocando a política de dividendos como relevante e maximizadora do valor da companhia.

Romon (1998) ressalta que o efeito clientela é limitado quando o mercado sabe da política de dividendos, não existindo surpresa. Porém, nas companhias que apresentam mudança na política de dividendos, ou seja, surpreendem o mercado, foram observadas reações anormais nos preços das ações no dia ex-dividendo. Entretanto, o autor ressalta que o Efeito Clientela não é o único fator a influenciar a avaliação do mercado, deixando uma lacuna sobre quais seriam estes outros fatores. Já Procianny e Verdi (2009) verificaram que, dos 693 eventos analisados, 47% (quarenta e sete por cento) dos eventos, surpreendentemente, apresentaram preço da ação no primeiro dia ex-dividendo maior do que na data em que a ação tinha direito a receber dividendos. As constatações deste estudo contrariam fortemente a expectativa do modelo de Elton e Gruber (1970), uma vez que este comportamento pode ser considerado irracional por parte dos investidores, já que estariam pagando um valor maior por uma ação sem direito a receber dividendos do que por uma ação na qual teriam o direito de recebê-los.

Segundo Allen e Michaely (2002) e Paiva (2016), esse fator estaria ligado à tributação sobre os dividendos, isto é, se os impostos sobre os dividendos estivessem maiores, conseqüentemente, investidores aplicariam seus recursos em corporações que distribuíssem menor quantidade de dividendos. Analisando, portanto, o cenário brasileiro, por esse ângulo, Holanda e Coelho (2012) destacam que os investidores iriam preferir receber dividendos ao invés de ganhos de capital, uma vez que, no Brasil, a tributação desses ocorre quando sua realização e tributação de dividendos é zero.

Também analisando o mercado brasileiro, Vancin e Procianny (2014) dedicaram-se a estudar a política de dividendos de 496 empresas listadas na BM&F/Bovespa, sob a perspectiva da questão legal, que considera um dividendo mínimo obrigatório e também a questão contratual descrita no estatuto social destas empresas. Analisando o comportamento das empresas em relação a pagamento mínimo ou pagamento acima do dividendo obrigatório, os autores identificaram que as empresas optam, por iniciativa própria, por pagar dividendos acima do obrigatório, uma vez que o dividendo é valorizado pelos investidores, o que, mais uma vez, demonstra a ocorrência do efeito clientela.

O Efeito Clientela e a Teoria da Preferência Fiscal, tem como diferença básica a questão que Gruber (1970) apontou pela primeira vez, em seu artigo seminal, o valor da ação após o

dia de pagamento do dividendo, o ex-dividendo, afirmando que a queda no dia seguinte no valor da ação é menor que o dividendo pago.

Gruber (1970) identificou que a parcela de investidores de maior renda no Estados Unidos, preferiam ações de empresas que pagassem menores dividendos, uma vez que, quanto maior a renda, maior a tributação incidente naquele país. Assim, pode-se afirmar que o Efeito Clientela reforça a Teoria da Preferência Fiscal neste estudo, demonstrando que o Efeito Clientela é como a política de dividendos adotada pelas empresas, possui capacidade de atrair ou não investidores interessados nessa política e nos valores dos dividendos a serem pagos. Logo o Efeito Clientela demonstra como o investidor se comporta frente a forma como a empresa se propõe a pagar dividendos.

Efeito Clientela é o poder que a política de dividendos proposta por uma entidade possui em atrair ou até mesmo afastar pessoas interessadas no pagamento de dividendos. Já, a Teoria da Preferência Fiscal, de forma simples, demonstra que o comportamento ideal do investidor é optar por menor tributação.

O efeito clientela pode ser potencializado se o acionista receber informações de qualidade, na quantidade e no tempo correto, isto porque a sinalização de mercado auxilia na tomada de decisões do investidor, conforme a Teoria da Sinalização.

### **2.3.5 Teoria da Agência**

Esta teoria encontra suporte em uma das primeiras citações sobre a Teoria da Agência, escrita por Adam Smith, no século XVIII que, assim, enunciou sua visão sobre o assunto dizendo que não se deve esperar que os diretores das sociedades, porém, sendo gestores do dinheiro de outras pessoas, e não do seu, cuidem dele com tanta atenção quanto os sócios de companhias limitadas o fazem. Tais como o administrador do dinheiro do homem rico, tendem a se preocupar com as pequenas coisas, não do ponto de vista de seu patrão, e tendem muito facilmente a se aproveitar dele. Portanto, deve tender a haver negligência e desperdício, até certo ponto, na gestão de tal tipo de companhia (Smith, 1776 *apud* Jensen; Meckling, 1976).

A Teoria da Agência trata da delegação do poder, por parte do principal ao agente, e potenciais conflitos entre as partes: agente, gestores contratados e principal - os proprietários das companhias. Conforme as autoras, estes conflitos são inerentes à atividade, uma vez que

o principal paga uma remuneração ao agente, com o propósito do mesmo agir em interesse do principal, podendo ocorrer, porém, do agente, ao invés de maximizar os interesses do principal, passar a agir no intuito de maximizar sua própria função de utilidade. O interesse do principal será sempre de maximizar a sua riqueza e, desta forma, observa-se que a Teoria da Agência é mais forte quando o gestor é contratado pelo proprietário e mais tênue quando o proprietário é o próprio gestor da companhia (Marques; Conde, 2000).

Os conflitos gerados pela Teoria da Agência geram custos à companhia e a soma destes custos, segundo Jensen e Meckling (1976), é chamada de custos de agenciamento, composta pelos: a) custos com despesas de monitoramento pelo principal; b) despesas com benefícios do gestor; e c) perdas residuais, mesmo monitorando o gestor. Chetty e Saez (2010) citam que, quando os conflitos de agência são extremamente elevados, a tributação de dividendos apresenta pouca importância na política de dividendos.

Easterbrook (1984) analisou trabalhos realizados anteriormente sobre custo de agência e verificou que, em alguns, a alteração do dividendo não está diretamente relacionada à mudança dos preços das ações. Em contrapartida, alguns outros estudos analisados, como o de Litzenberger e Ramaswamy (1982) e Miller e Scholes (1982), afirmavam que o aumento do dividendo (e como consequência, a sua mudança) está associado diretamente à redução do preço da ação. Ainda segundo o autor, é difícil analisar esta mudança e sua influência, devido à dificuldade encontrada em obter uma média das mudanças.

A dificuldade em comparar o custo de agência com os *payouts* constantes dos dividendos e a mudança nas políticas de dividendos das companhias foi citada pelo autor como entrave à análise. Easterbrook (1984) sugeriu a possibilidade de um reexame dos dados, utilizando uma variável independente nova, para que fosse possível saber se a companhia esteve no mercado em busca de novos empréstimos (e a sua quantidade) no mesmo período em que pagou dividendos, considerando, assim, que ficaria evidente que o dividendo não seria responsável pelo fato da companhia deixar de fazer investimentos para pagar dividendos. Também seria possível separar as companhias, cujos gestores não poderiam ter à sua disposição os fundos gerados pelas mesmas e, logo, o dividendo poderia servir de instrumento de redução do custo de agência.

Segundo o autor, não seria possível identificar a data exata da contratação do empréstimo, pelo fato de que as companhias contraem alguns empréstimos que não são divulgados aos investidores. Sendo assim, seria mais difícil de identificar se houve alguma

relação entre a contratação do empréstimo e a determinação das políticas de *payout* ou não. Easterbrook (1984) apontou que não havia mecanismos de controle eficientes para permitir dados suficientes para um estudo, mesmo que empírico, e citou a necessidade de desenvolvimento de dispositivos para o controle do custo de agência e, com o passar do tempo, a política de dividendos poderia tornar-se um dispositivo importante para o mercado.

Easterbrook (1984) expressa que seu estudo aproxima os estudos de finanças à Teoria da Agência e seus custos, mas que este é um pequeno passo, que mostra como os dividendos podem ter um papel importante para reduzir os custos de agência, sugerindo que os mesmos podem manter as companhias no mercado de capitais, onde o monitoramento dos gestores está disponível com um custo baixo, além de aumentar o número de investidores que podem analisar o risco que o gestor oferece. Tal explanação oferece uma esperança, no sentido de possibilitar compreender porque as companhias pagam dividendos e, ao mesmo tempo, buscam dinheiro no mercado. Entretanto, não explica o dividendo, e será difícil testar isto.

Para Marques e Conde (2000), outro conflito de agência que pode existir é o da “Teoria do *Free Cash Flow*”, que trata do excedente financeiro que causa liquidez à companhia e encontra-se no caixa da mesma, “sem destino”. Tal conflito tem início quando o acionista deseja que este excedente financeiro se transforme em dividendos. Porém, o agente prefere aplicar esta quantia para ampliar a dimensão da companhia e, conseqüentemente, ampliar e reforçar seu poder. Outro interesse do agente é manter este excedente em caixa, no intuito de evitar eventuais idas ao mercado para a contratação de empréstimos. Novis Neto e Saito (2002), Jensen e Meckling (1976) afirmam que, quanto maior o pagamento de proventos aos acionistas, menor o fluxo de caixa livre da empresa. Dessa forma, os conflitos de interesse entre acionistas e executivos são atenuados e, conseqüentemente, o valor da empresa aumenta.

Dentre as alternativas para resolução dos conflitos, as autoras citam: a) aumentar os dividendos pagos pela companhia, porém esta alternativa não agrada ao agente, exceto quando ele mesmo é acionista da companhia, e isto aumenta o seu rendimento; b) aumentar o endividamento da companhia, readquirindo uma parte do capital com estes empréstimos adicionais, obrigando os administradores a pagar os excedentes financeiros, sob a forma de juros.

Famá e Martins (2012), em revisão de estudos brasileiros, em comparativo com a literatura internacional, citam que, na literatura internacional, o conflito de agência mais

relevante ocorre entre acionistas e gestores, em função da pulverização da estrutura de propriedade. Já no Brasil, citando Procianoy (1996), Da Silva (2004) e Bellato, Silveira e Savoia (2006), pode-se observar que o maior conflito está entre acionista controlador e minoritário, em razão da concentração de controle nas mãos do primeiro. Tal conflito é reforçado, levando-se em conta que no Brasil as ações são divididas em duas classes diferentes: ações com direito a voto e ações sem direito a voto. Há também o fato de que o número de ações emitidas sem direito a voto é muito maior do que a quantidade de ações com direito a voto. Assim, a maioria dos acionistas de companhias brasileiras tem direito à distribuição de resultados. Porém, não interfere na gestão dos dividendos, que fica a cargo dos controladores, ou seja, acionistas com direito a voto.

Garcia e Bugarin (2001) analisaram o papel dos dividendos mínimos das companhias estatais e identificaram que a política de obrigatoriedade de dividendos mínimos reduz o nível de recursos de posse do administrador, reduzindo o nível de apropriação indevida. Afirmam os autores que, com a possibilidade de se contratar os empréstimos, os dividendos obrigatórios não diminuem os valores em poder dos gestores. Logo, o modelo sugere que o relevante crescimento dos dividendos arrecadados pela União, na verdade, pode estar sendo custeado pelo aumento do endividamento das estatais, o que demonstra a ocorrência do custo de agência. Amihud e Murgia (1997), em estudo anterior, também identificaram a ocorrência de custo de agência na Alemanha. Porém, de forma contrária, uma vez que os bancos controlam muitas companhias, para as quais também fornecem empréstimos bancários, os bancos preferem que o lucro fique retido na companhia, a fim de garantir a quitação destes empréstimos.

Decourt e Procianoy (2012) constataram que a decisão sobre a política de dividendos, na maioria das empresas no Brasil, fica a cargo do Conselho de Administração, que decide com base nas propostas apresentadas pela gestão. Os diretores financeiros das principais empresas listadas na BM&F/Bovespa apontaram como principais fatores para determinação dos dividendos o lucro líquido do exercício e a geração de caixa. No caso da recompra de ações, os respondentes consideram-na como investimento e não distribuição de lucros, mesmo considerando-a benéfica aos acionistas. Já os Juros sobre capital próprio são empregados por grande parte das empresas, em razão do benefício fiscal. A pesquisa apresentou indícios de que a política de incentivos à remuneração dos executivos pode afetar a composição da política de dividendos das empresas, sugerindo a ocorrência do conflito de

agência, ou seja, conforme citado na Teoria da Agência, evidencia-se um conflito de interesses entre executivos e acionistas (Marques; Conde, 2000).

Os conselhos de administração e os comitês de remuneração devem levar em consideração os incentivos financeiros pessoais do gestor ao projetar seu pacote de remuneração. Alinhar os incentivos dos gerentes aos interesses dos acionistas na política de pagamentos é a melhor maneira de proteger dividendos e racionalizar os conflitos de agência (Zhang, 2018).

### **2.3.6 Conteúdo da Informação ou Sinalização**

De acordo com o padrão neoclássico econômico dos mercados eficientes de Pareto, a informação é simétrica para todos os participantes, ou seja, pressupõe-se que vendedores e compradores do mercado tenham as informações, gratuita e simultaneamente e, na mesma quantidade e qualidade, sendo capazes de tomar decisões ótimas, maximizando sua utilidade a respeito do bem/serviço comprado e ofertado (Debreu, 1954; Marschak, 1954; Stigler, 1961; Arrow; Cruz, 2016).

O pressuposto da simetria informacional pode ser confirmado ao passo que seja viável a verificação e determinação da qualidade da informação prestada, bem como se possa diferenciar, em termos de custo nos bens/serviços, a qualidade e quantidade dessas informações para todos os participantes do mercado. Contudo, grupos de agentes econômicos podem, em algum momento, dispor de melhores informações do que outros e as utilizam para maximizar sua própria utilidade, provocando a falha ou anomalia de mercado, conhecida como assimetria informacional ou informação assimétrica. Isto pode ocorrer dada a presença predominante da incerteza no mercado, no processo decisório e no comportamento dos indivíduos (Stigler, 1961; Akerlof, 1970).

Para investigar o conceito do uso de mecanismos de sinalização e seus efeitos nos mercados, identificando situações em que é possível se obter um equilíbrio de mercado, na presença da sinalização por parte da companhia, Spence (1973) dividiu a sinalização em dois tipos distintos: a Sinalização com Separação – na qual o sinal é informativo e os participantes do mercado podem ser separados como sendo de alta ou de baixa qualidade, de acordo com o sinal; e a Sinalização Agrupada – neste caso, o sinal não é informativo, no sentido de que todos os participantes do mercado emitem o sinal, tornando impossível a identificação dos

participantes de alta qualidade, uma vez que os mesmos são seguidos pelos demais participantes.

A teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1973), foi inicialmente desenvolvida para explicar problemas de informação no mercado de trabalho, onde se enfatizava que a educação operaria como um sinalizador ou mecanismo de discriminação entre os tipos de trabalhadores, num contexto de assimetria informacional. Esta teoria foi sendo replicada à diversas áreas como finanças, *marketing*, auditoria, comércio internacional, direito, dentre outras. Em finanças, podemos destacar os trabalhos de Ross (1977); Leland e Pyle (1977); Bhattacharya (1979); Myers e Majluf (1984); Miller e Rock (1985); John e William (1985); Harris e Raviv (1991); Klein e Peters (2002).

De acordo com Cruz (2016), compreender a relação da assimetria informacional com as decisões de financiamento, investimento, liquidez, riscos e dividendos é o tema mais discutido nos estudos da área de finanças. Especificamente, quando se trata de estudos que buscam relacionar as decisões de dividendos e a assimetria informacional, o objetivo é discutir os impactos da divulgação da política de dividendos da empresa sobre o valor das ações e, conseqüentemente, sobre seu valor de mercado (Ambarish; John; Williams, 1987; Benartzi; Michaely; Thaler, 1997; Balachandran; Krishnamurti; Theobald; Vidanapathiran, 2012;).

Através da construção de um modelo empírico, Bhattacharya (1979) identificou a ocorrência de assimetria informacional na relação entre os gestores (*insiders*) e os investidores (*outsiders*), no que concerne à rentabilidade das empresas. Considerando o mercado norte-americano, onde a alíquota de tributação é maior para dividendos, o pagamento de dividendos tem um custo mais alto do que o ganho de capital. Porém, o autor afirma que, mesmo considerando a desvantagem fiscal do pagamento de dividendos, eles sinalizam para o mercado de capitais a existência de fluxos de caixa futuros, constituindo as argumentações da Teoria da Sinalização (Mota; Martins, 2018).

O modelo de sinalização de dividendos e custos de impostos, proposto por Bhattacharya (1979), assume que os ativos das empresas geram fluxos de caixa eternos e os acionistas recebem esta rentabilidade no curto prazo, durante o prazo em que estiverem em posse das ações. Já John e Williams (1985) assinalam que existem dúvidas a serem sanadas sobre a política de dividendos e, no modelo proposto, de equilíbrio de sinalização, as empresas, ao tentarem obter recursos para investimentos, deveriam emitir novas ações ou retirar menos ações de circulação. O mesmo ocorre com os acionistas que vendem suas ações

para obterem recursos pessoais. Nos dois casos, os atuais acionistas sofrem com diluição do percentual de propriedade da empresa. Considerando a presença de informações privilegiadas favoráveis, seria mais vantajoso ao acionista diluir as suas ações e, conseqüentemente, os gestores distribuiriam dividendo tributável atuando em interesse do acionista, aumentando o preço da ação e minimizando a diluição. No equilíbrio de sinalização resultante, os gestores controlam os dividendos de forma otimizada, enquanto os investidores pagam o preço correto pelas ações (Mota; Martins, 2018).

De acordo com John e Williams (1985), os gestores distribuem mais dividendos quando há sobra de recursos na companhia, a fim de aumentar o valor futuro de suas ações, considerando, ainda, que os dividendos tributados sinalizam informações ao mercado. Os autores esclarecem, ainda, que os dividendos pagos aos acionistas possuem custos altos, principalmente de impostos. Porém, existem duas vantagens neste pagamento, que são: a) o acionista recebe um valor maior pela ação vendida e; b) o acionista fica com uma parte da companhia, ao receber os dividendos. O modelo proposto no estudo faz uma objeção à maioria das Teorias de Sinalização, através do dividendo. Aponta que as companhias pagam os dividendos, mesmo havendo alíquotas de IR sobre eles, pois os investidores desejam receber os dividendos em virtude do custo dos impostos, e esta é uma inovação importante do estudo. É sempre importante lembrar que a tributação em relação à dividendos difere no Brasil e nos Estados Unidos, conforme seção específica sobre a legislação dos dois países.

Dhillon e Johnson (1994) buscaram replicar o estudo de Handjinicolaou e Kalay (1984), sobre bônus das companhias americanas, propondo que a hipótese do conteúdo da informação e a hipótese da distribuição de rendimentos geram uma reação do preço das ações às mudanças de políticas de dividendos. Já para os bônus, as reações à mudança da política de dividendos são diferentes. Considerando os estudos realizados e as adaptações ao modelo original, os autores citam que os mecanismos de distribuição de rendimentos devem ser mais bem observados e que o índice de informação dos dividendos pode não ter toda a importância que a ele é dada. Por fim, os autores inferem que os resultados mostram a influência da transferência de rendimentos, afirmando não acreditarem que o índice de informação possa influenciar os preços dos bônus. Em 2003, Dhillon, Raman e Ramirez buscaram complementar as pesquisas existentes sobre o conteúdo de informação dos dividendos, focalizando a expectativa com relação ao dividendo, que chamaram de “surpresa de dividendo”. O estudo demonstra que os anúncios da mudança de dividendo contêm informação quando há

expectativa por parte dos investidores. Os autores citam, ainda, que sua constatação contraria a maioria das constatações precedentes, afirmando que as surpresas dos dividendos contêm a informação sobre as surpresas contemporâneas e futuras do rendimento. Coletivamente, a evidência sugere que as surpresas dos dividendos, baseadas nas expectativas dos mesmos, capturam melhor a sinalização dos dividendos.

Gonzalez (1998) afirma que o anúncio de mudança da política de dividendos está sinalizando algo ao mercado, e essa sinalização pode ser vista como positiva ou negativa. Loss e Sarlo Neto (2003) emendam que, em um mundo real, as alterações da política de dividendos tendem a influenciar o valor das ações. Existindo um aumento da distribuição de dividendos, o mercado tende a reagir positivamente, gerando um reflexo de segurança e confiança quanto ao futuro da empresa. Caso haja uma diminuição no nível de pagamento de dividendos, o impacto é negativo e gera pessimismo a respeito das expectativas futuras do negócio (Ross; Westerfield; Jaffe, 2002). Allen e Michaely (2002) alertam, porém, que o pagamento de dividendos pode sinalizar negativamente o mercado que a companhia não possui um projeto atraente para investir este valor distribuído. Já Miller e Modigliani (1961) argumentam que esses efeitos não são atribuíveis aos dividendos em si, mas ao conteúdo informacional que eles proporcionam em relação aos lucros futuros.

O efeito positivo da sinalização de dividendos foi exemplificado por Gonzalez (1998), que afirma que a companhia deve observar que os dividendos altos de hoje devem estar correlacionados com os grandes fluxos de caixa futuros. Porém, conforme anteriormente relatado, os dividendos podem ser interpretados como um sinal negativo pelo investidor. Logo, o autor aponta duas possibilidades: a) a diminuição do valor do dividendo, que gera no mercado uma expectativa quanto à capacidade financeira futura da companhia; b) a evolução da cotação da ação em Bolsa de Valores, quando a companhia muda sua política de dividendos e, como consequência, registra-se uma queda no valor da ação em Bolsa, situação esta que poderia ser interpretada como um sinal negativo pelo mercado.

Chemmanur e Tian (2012) analisaram as decisões de sinalização, para preparar o mercado para um possível corte de dividendos. Os autores evidenciaram que empresas com dificuldades financeiras temporárias e probabilidade de crescimento posterior têm mais propensão a preparar o mercado para o corte nos dividendos, enquanto empresas com dificuldades financeiras permanentes evitam a preparação do mercado.

Epstein e Schneider (2008) verificaram que ativos apresentam uma qualidade de

informação carente e volátil. Outro ponto importante na sinalização é que empresas que divulgam relatórios trimestrais, principalmente àquelas que fazem uso das normas internacionais de contabilidade, por exemplo, têm informações menos assimétricas, melhores índices de liquidez e menor custo de capital e, em consequência, têm menor propensão a desviar-se do nível ótimo de investimentos (Biddle; Hilary; Verdi, 2009; Verdi, 2012; Fu; Kraft; Zhang, 2012; Harakeh; Lee; Walker, 2019).

Ali, Muhammad, Gohar (2017) analisaram 928 empresas franceses e 995 empresas alemãs de 1991 a 2010 para identificar a relação entre alteração de dividendos e ganhos futuros. Identificaram que a associação entre as mudanças nos dividendos atuais e os ganhos futuros só é válida se proporcionar retornos anormais em torno da data de anúncio (sinalização), fora isso, não se pode estabelecer tal relação.

Malekpourkolbadinejad (2020) estudou o impacto do sentimento do investidor em relação a eventos como alteração de dividendo e classificação de crédito, enquanto, Tsai e Wu (2015) investigaram a relação entre mudanças de dividendos e lucratividade futura e, nem todos os anúncios de dividendos resultam em reações significativas do mercado, no entanto, quando os anúncios são acompanhados por respostas significativas do mercado, resultados inesperados de aumentos (reduções) de dividendos são seguidos por melhores (piores) ganhos um ano após os anúncios. Os dois estudos reforçam que, a simetria informacional é muito importante para que o investidor tenha maior confiança na empresa e reaja com menor impacto aos eventos ou para que reaja de maneira controlada as reações do mercado.

Como se pode perceber, a informação nem sempre é simétrica. Considerando dificuldades, principalmente de tempo e distância, como fatores que prejudicam a simetria, pois, apesar de toda evolução tecnológica, que reduziu drasticamente as distâncias físicas com o auxílio da *internet*, mesmo assim, os interessados nas informações, espalhados pelo mundo, recebem as informações em velocidade e tempo diferentes. Outro ponto de destaque diz respeito à quantidade de informações divulgadas, quanto maior a periodicidade de informações sinalizadas, maior a simetria.

### **3 METODOLOGIA**

#### **3.1 INTRODUÇÃO**

O presente capítulo destina-se a especificar os aspectos metodológicos adotados na tese, começando com seu enquadramento metodológico, passando pelos objetivos, questões e hipóteses de investigação, definição da população utilizada, métodos de recolha dos dados, métodos adotados no tratamento dos dados coletados e apresentação dos modelos.

#### **3.2 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO**

Toda e qualquer pesquisa científica, independentemente da área ou do nível de formação, deve seguir padrões metodológicos. Para Prodanov e Freitas (2013, p. 14), “a metodologia, em um nível aplicado, examina, descreve e avalia métodos e técnicas de pesquisa que possibilitam a coleta e o processamento de informações, visando o encaminhamento e a resolução de problemas e/ou questões de investigação”. O conhecimento pode ser construído de diversas formas. Porém, o conhecimento científico prevê fundamentos e metodologias que devem ser seguidos, uso de informações classificadas, submetidas à verificação, que oferecem explicações plausíveis a respeito do objeto ou evento em questão. (Silva; Menezes, 2005). Assim, a aplicação de procedimentos e técnicas na construção do conhecimento é imprescindível para validar e dar credibilidade aos resultados.

##### **3.2.1 Classificação da pesquisa**

A classificação da pesquisa é inerente as suas características e deve considerar quatro fatores para a correta definição: a) a natureza da pesquisa; b) a abordagem; c) os objetivos e; d) os procedimentos. A correta classificação direciona a pesquisa e valida os resultados (Silva; Menezes, 2005).

Uma pesquisa, com base na sua natureza, pode ser básica “quando objetiva gerar conhecimentos novos úteis para o avanço da ciência sem aplicação prática prevista. Envolve verdades e interesses universais”. Já a pesquisa aplicada “objetiva gerar conhecimentos para aplicação prática e dirigidos à solução de problemas específicos. Envolve verdades e interesses

locais” (Silva; Menezes, 2005, p. 20). Desta forma, o estudo em questão pode ser classificado como uma pesquisa aplicada, que visa dar solução a um problema específico que, neste caso, está relacionado à verificação da influência da tributação na política de dividendos das companhias brasileiras (Silva; Menezes, 2005, p. 20; Silveira; Córdova, 2009;).

Quanto à abordagem, uma pesquisa pode ser qualitativa ou quantitativa. De acordo Silva e Menezes (2005) e Prodanov e Freitas (2005), a pesquisa qualitativa considera a relação subjetiva e indissociável do indivíduo com o mundo objetivo, que não pode ser traduzida em números. Não há uso de métodos estatísticos, os dados são analisados de forma indutiva, não é exata. Acerca da abordagem qualitativa, em geral, está relacionada à obtenção de dados sobre pessoas, lugares e contextos sociais onde o pesquisador tem contato direto com a situação e busca compreender tais fenômenos de maneira holística e humana (Godoy, 1996; Gil, 1999). Já a pesquisa quantitativa expressa seus resultados em números, ou seja, traduz informações e opiniões, quantificando-as, a fim de classificá-las e analisá-las. Tem suas raízes no pensamento positivista lógico, tende a enfatizar o raciocínio dedutivo, as regras da lógica e os atributos mensuráveis da experiência humana (Godoy, 1996; Polit; Becker; Hungler, 2004; Prodanov; Freitas, 2013).

De acordo com Prodanov e Freitas (2013), a pesquisa quantitativa prevê o desenvolvimento de hipóteses e classificação de variáveis, para garantir a precisão dos resultados e evitar contradições. Além de buscar relação causa-efeito, a abordagem quantitativa busca analisar a interação entre as variáveis e interpretar particularidades no comportamento de determinado evento. Considerando a conceituação desta abordagem, este estudo pode ser classificado como quantitativo, uma vez que, para obtenção dos resultados, fará uso de recursos e técnicas estatísticas, determinando e testando variáveis, a fim de interpretar o evento da influência da tributação na política de dividendos das empresas, conforme objetivo geral.

As pesquisas também podem ser classificadas quanto aos objetivos que pretendem alcançar, podendo ser exploratórias, descritivas ou explicativas. De acordo com Gil (1999), a pesquisa exploratória envolve o levantamento bibliográfico e entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado. A pesquisa explicativa visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos, aprofunda o conhecimento da realidade porque explica a razão, o “porquê” das coisas. Já a pesquisa descritiva visa descrever as características de determinada população ou fenômeno

ou o estabelecimento de relações entre variáveis, envolvendo o uso de técnicas padronizadas de coleta de dados e observação sistemática. Esse tipo de estudo pretende descrever os fatos e fenômenos de determinada realidade. São exemplos de pesquisa descritiva: estudo de caso, análise documental, pesquisa ex-post-facto. Considerando os dados coletados neste estudo, eles podem ser classificados com ex-post-facto, uma vez que são dados de períodos passados, que serão analisados para descrever determinados comportamentos e efeito das variáveis definidas.

Quanto aos procedimentos técnicos de pesquisa, Gil (1991) e Silva e Menezes (2005) citam: a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental, a pesquisa experimental, o levantamento, o estudo de caso, a pesquisa ex-post-facto, a pesquisa-ação e a pesquisa participante. A pesquisa bibliográfica é elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de livros, artigos de periódicos e materiais digitais. A pesquisa documental é realizada a partir de materiais que não receberam tratamento analítico. A pesquisa experimental parte de um objeto de estudo, onde se selecionam as variáveis que seriam capazes de influenciá-lo e definem-se as formas de controle e de observação dos efeitos que tais variáveis podem produzir no objeto. O estudo de caso envolve o estudo aprofundado e exaustivo, de um ou poucos objetos, de maneira que se permita o seu amplo e detalhado conhecimento. A pesquisa ex-post-facto está relacionada a experimentos depois que um determinado fato acontece. Na pesquisa-ação, pesquisadores e participantes da situação ou problema estão envolvidos em busca da resolução, o que é similar à pesquisa participante, a qual se desenvolve a partir da interação entre pesquisadores e membros das situações investigadas.

Considerando o exposto, este estudo pode ser classificado, quanto aos procedimentos, como experimental. As etapas de pesquisa, de acordo com Triviños (1987), iniciam pela formulação exata do problema e das hipóteses, que delimitam as variáveis precisas e controladas, que atuam no fenômeno estudado, exatamente como foi realizado. Para Fonseca (2002), existem duas modalidades de pesquisa experimental: a) pesquisas experimentais apenas com dois grupos homogêneos, denominados experimentais e de controle, onde se aplicada um estímulo ao grupo experimental e no final comparam-se os dois grupos para avaliar as alterações; b) pesquisas experimentais antes-depois, com um único grupo, definido previamente, em função de suas características e, geralmente, reduzido.

### 3.3 OBJETIVOS DA INVESTIGAÇÃO

Este trabalho pretende verificar se a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, procurando por diferenças nas decisões de distribuição de lucros de empresas brasileira com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs.

#### 3.3.1 Objetivos Específicos

- a) Pesquisar a legislação sobre dividendos e ganho de capital entre 1997 e 2017, no Brasil e nos Estados Unidos da América;
- b) Mensurar o efeito da tributação sobre as políticas de dividendos das companhias brasileiras com ADRs americanas;
- c) Comparar a política de dividendos das companhias brasileiras, com e sem ADRs, sob a perspectiva da Teoria da Preferência Fiscal.

### 3.4 QUESTÃO E HIPÓTESE DE INVESTIGAÇÃO

Como a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, de empresas brasileiras com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs, uma vez que a tributação brasileira e americana, para dividendos, é diferente?

A principal hipótese a ser testada é a de que ações com ADR têm distribuição de dividendos diferente de ações sem ADR, ou seja, usa-se a ADR como um *proxy* para verificar se a tributação tem efeitos sobre os dividendos. Desta forma, também se espera que empresas com ADR distribuam uma parcela menor do seu lucro líquido em dividendos, assim, comprovando a teoria da preferência fiscal.

A Teoria da Preferência Fiscal é utilizada pelas empresas com o intuito de diminuir a tributação sobre a mesma e, em consequência disso, aumentar o valor do rendimento pago ao acionista, maximizando, assim, o ganho do acionista. Estados Unidos e Brasil, possuem ao longo dos anos, diferente forma de tributação. Logo se uma empresa com ações negociadas nos dois Países (ADR), atender a Teoria da Preferência Fiscal em um país não atenderá no outro.

Hipóteses analisadas:

H<sub>0</sub>: As empresas com ADR não seguem a teoria da preferência fiscal;

H<sub>1</sub>: As empresas com ADR seguem a teoria da preferência fiscal.

Além destas hipóteses, também será analisada a influência de variáveis secundárias para explicar o comportamento de dividendos. Acredita-se que, quanto maior o lucro que uma empresa tenha, mais dividendos ela consegue distribuir. Pretende-se avaliar se o indicador Q de Tobin é uma boa métrica para seleção de empresas que pagam bons dividendos; averiguar se caixa, investimentos e tangibilidade têm correlação positiva com os dividendos; verificar se dívidas e perdas têm correlação negativa alta com os dividendos distribuídos; ver se o crescimento das vendas é relacionado com melhores dividendos; e, por fim, acredita-se que menores volatilidades nos lucros impliquem em melhores dividendos.

### 3.5 IMPLICAÇÃO TEÓRICA E PRÁTICA DA INVESTIGAÇÃO

A nível teórico, pretende-se ampliar o conhecimento e sistematizar a literatura sobre política de dividendos, em relação às companhias brasileiras listadas na BMF&Bovespa e com ADRs americanos, e o impacto da tributação sobre a distribuição de lucros, uma vez que a tributação de dividendos para Brasil e Estados Unidos é diferente.

A nível prático, pretende-se demonstrar aos acionistas quais são as políticas adotadas pelas companhias brasileiras com e sem ADRs e se as decisões tomadas por estas companhias estão alinhadas com a questão tributária e o interesse dos acionistas. Ademais, demonstrar a tributação de dividendos para Brasil e Estados Unidos, indicando qual poderia apresentar maior vantagem tributária e se essa vantagem é levada em consideração no momento da criação da política de dividendos, uma vez que a empresa possui ações no Brasil e ADR's nos Estados Unidos. Essa vantagem tributária pode ajudar a companhia, uma vez que a mesma poderá reduzir a parte do fisco e, com isso, aumentar a parte destinada ao acionista, distribuindo a mesma na forma de dividendos.

### 3.6 MÉTODOS ADOTADOS NO TRATAMENTO DOS DADOS

No delineamento da pesquisa, é possível que se opte por usar dados secundários ou primários. Os dados secundários são aqueles que já se encontram prontos, normalmente

provenientes de estudos e pesquisas já realizados, enquanto os primários são aqueles que são prospectados e recolhidos para um estudo em questão, geralmente os dados primários são obtidos através de entrevistas (Yin, 2001). A questão fundamental é o rigor e a relevância do projeto, que devem ser pautados por protocolos de pesquisa já desenvolvidos no âmbito da metodologia adotada.

Todo dado coletado deve receber tratamento adequado como categorização, ordenação, manipulação e sumarização (Ryan; Kim; Murray; Adams; Stockley; Abelson, 2004). Como método utilizado no tratamento dos dados, optou-se pela estatística descritiva, testes de hipóteses e modelos econométricos.

Os dados coletados para a realização da presente tese tiveram como origem a base da Economática. A Economática é um sistema para análise de investimentos, que conta com uma base de dados que reúne informações em um banco de dados de indicadores financeiros e econômicos, das principais economias da América Latina e Estados Unidos. É utilizado por diversos tipos de clientes como gestores de fundos, corretores de valores, dentre outros profissionais do mercado financeiro, mas também como base estatística para desenvolvimentos de estudos.

A Economática, desde 1986, diariamente, coleta dados dos mercados e realiza o gerenciamento destes com altíssima confiabilidade, desenvolvendo continuamente ferramentas de análise de alta performance. Os dados e informações provêm de fontes primárias e oficiais. No caso do Brasil, provêm da ANBIMA, B3, CVM. Nos outros países, em órgãos equivalentes, consolidando, assim, um conjunto de informações confiável e completo.

A amostra coletada abrange o período de 1997 à 2017, contudo como utilizou-se uma variável com defasagem no tempo (dividendo), o ano 1997 é utilizado somente para criar essa defasagem. Por este motivo, a base utilizada para as análises estatísticas compreende o período entre os anos 1998 à 2017. A escolha deste período, deve-se principalmente por perceber-se diversas inconsistências nos dados coletados anteriormente a este período, como a falta de informações de diversas variáveis, fato também conhecido como missing de variáveis. Para fins de representatividade de toda a população, optou-se por coletar toda a base de ações, com valores dolarizados, disponível no período entre 1997 e 2017 (salientando que foram coletadas todas as informações disponíveis, mas existem empresas com restrições da CMV, ou B3, para disponibilização de dados). Posto esta coleta massiva de dados, o conjunto de dados trabalhados é um censo da população no período analisado, com isso todos

os resultados expostos podem ser generalizados para a população.

A seguir, são demonstradas duas tabelas com a quantidade de dados observados em cada ano, e por setores.

Tabela 4:

**Quantidade por ano**

<b>Ano</b>	<b>Quantidade N</b>
1997	165
1998	163
1999	198
2000	188
2001	195
2002	181
2003	193
2004	207
2005	196
2006	181
2007	198
2008	185
2009	201
2010	200
2011	212
2012	217
2013	215
2014	210
2015	205
2016	203
2017	204

Optou-se por não utilizar o setor de bancos e financeiras, pelo fato desses setores específicos pagarem grande quantidade de dividendos, o que poderia causar uma distorção nos resultados. Os setores apresentados nesse trabalho são os demais setores contidos da base de dados da Económica.

Tabela 5:

**Quantidade por setores**

<b>Setor</b>	<b>Quantidade N</b>
Administração de empresas e empreendimentos	183
Agricultura, pecuária, silvicultura, pesca e caça	45
Artes, entretenimento e recreação	12
Assistência médica e social	51
Comércio atacadista	41
Comércio varejista	194
Construção	245
Educação	44
Empresa de eletricidade, gás e água	635
Hotel e restaurante	11
Imobiliária e locadora de outros bens	113
Indústria manufatureira	1966
Informação	292
Mineração, exploração de pedreiras e extração de petróleo e gás	87
Outros serviços (exceto administração pública)	2
Serviços de apoio a empresas e gerenciamento de resíduos e remediação	37
Serviços profissionais, científicos e técnicos	25
Transporte e armazenamento	134

A moeda dólar foi utilizada, pois possui estabilidade e ainda colabora para que a informação fique uniforme entre a base de valores de ações das companhias brasileira e dos seus ADRs, ressaltando-se que os ADRs são negociados nas bolsas americanas.

Com relação às empresas com ADR, a informação foi apurada no site da Bolsa de Nova York (Nyse, 2019), que aponta 61 (sessenta e uma) ADRs no período da pesquisa.

Os dados coletados e observados, na sua forma bruta ou original, dizem muito pouco se olharmos os seus valores absolutos e podem tornar-se insuficientes para responder aos problemas de pesquisa. Torna-se necessário trabalhar esses dados para que possam transformar-se em informações úteis e importantes para o desenvolvimento da pesquisa.

Para a análise dos resultados, utilizou-se o software R, versão 3.6.1 e seu pacote acessório PLM, na mesma versão. Para todas as análises, considerou-se um nível de 5% (cinco por cento) para significância.

### 3.7 MODELOS ESTATÍSTICOS

Para testar as hipóteses apresentadas serão testados algumas variações do modelo de Lintner (1956). Esta escolha é devido ao fato que Lintner foi o primeiro a apresentar um modelo que explicasse a relutância dos gestores em alterar a política de dividendos, pois o modelo descreve que o dividendo futuro é explicado pelos dividendos passados. Como o trabalho pretende demonstrar as diferenças em empresas com e sem ADR, e se há alteração nos dividendos conforme a diferença tributária entre EUA e Brasil. Desta forma, colocou-se o modelo de Lintner como base e foram realizadas agregações para explicar os comportamentos de dividendos.

Para avaliar os modelos que serão apresentados é importante contextualizar as métricas utilizadas para a construção das principais variáveis. A variável dividendo, por exemplo, é o valor efetivamente pago por ação, todos os valores foram coletados em dólar americano para poder manter paridade dos valores pagos no Brasil e nos EUA. Importante ressaltar que o Juros Sobre Capital Próprio estão somados ao valor do dividendos totais pagos. A variável ADR, por sua vez, foi criada como uma marcação indicando se a empresa possui ações brasileiras listadas nos EUA, ou não. Já a variável tributação foi sinalizada, onde dividendos atribuídos com 1 representam os ADRs e dividendos atribuídos com 0 representam a ação no Brasil, conforme a Tabela 6 a seguir:

Tabela 6:

#### Variável Tributação

(continua)

Tributação ADRs – Estados Unidos			Tributação Ação - Brasil		
Ano	Dividendos	Tributação	Ano	Dividendos	Tributação
01/01/1997	1	39,60%	01/01/1997	0	0,00%
01/01/1998	1	39,60%	01/01/1998	0	0,00%
01/01/1998	1	39,60%	01/01/1998	0	0,00%
01/01/2000	1	39,60%	01/01/2000	0	0,00%
01/01/2001	1	39,10%	01/01/2001	0	0,00%
01/01/2002	1	38,60%	01/01/2002	0	0,00%
01/01/2003	1	15,00%	01/01/2003	0	0,00%
01/01/2004	1	15,00%	01/01/2004	0	0,00%
01/01/2005	1	15,00%	01/01/2005	0	0,00%
01/01/2006	1	15,00%	01/01/2006	0	0,00%

			(conclusão)		
01/01/2007	1	15,00%	01/01/2007	0	0,00%
01/01/2008	1	15,00%	01/01/2008	0	0,00%
01/01/2009	1	15,00%	01/01/2009	0	0,00%
01/01/2010	1	15,00%	01/01/2010	0	0,00%
01/01/2011	1	35,00%	01/01/2011	0	0,00%
01/01/2012	1	35,00%	01/01/2012	0	0,00%
01/01/2013	1	35,00%	01/01/2013	0	0,00%
01/01/2014	1	39,60%	01/01/2014	0	0,00%
01/01/2015	1	39,60%	01/01/2015	0	0,00%
01/01/2016	1	39,60%	01/01/2016	0	0,00%
01/01/2017	1	39,60%	01/01/2017	0	0,00%

Na Figura 2 são apresentadas e contextualizadas as variáveis utilizadas, assim como a motivação e o sinal dos betas esperados para cada uma delas.

(continua)

Variável	Motivação	Sinal Esperado	Referências
ADR	Espera-se que seja negativo, pois o imposto sobre dividendos é maior nos EUA do que no Brasil.	Negativo	Variável do estudo
ADR x Dividendo Lag	Espera-se que seja negativo, pois onde há ADR há maior tributação e menor disposição para distribuir lucros.	Negativo	Variável do estudo
ADR x Lucro Líquido	Espera-se que seja negativo, pois onde há ADR há maior tributação e menor disposição para distribuir lucros.	Negativo	Variável do estudo
Caixa	Espera-se que seja positivo, pois as empresas com melhor saúde financeira tem maior acesso a crédito e maiores condições financeiras de distribuir lucro.	Positivo	Fama e French (2001) Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Crescimento de Vendas	Espera-se que seja negativo, pois dado investirem e, para tanto, reterem maior parcela dos lucros (distribuir menos dividendos).	Negativo	Fama e French (2001)

(continuação)

Dívidas	Espera-se que seja negativo, pois a empresa com altas dívidas precisara consumir seus recursos para honrar o endividamento.	Negativo	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Dividendo Lag	Os gestores relutam em alterar sua política de dividendos, isto é, os dividendos tendem a ser persistentes. Assim, altos dividendos no passado tendem a ser seguidos por altos dividendos no futuro.	Positivo	Lintner 1956.
Investimento	Espera-se que seja negativo, pois ao invés da empresa distribuir dividendos ela acaba gastando esse recurso em novos investimentos.	Negativo	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Liquidez	Espera-se que seja positivo, na mesma linha de tamanho e caixa, o maior quantidade de recursos em caixa mais condições financeiras de pagar dividendos as empresa tem.	Positivo	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Lucro Líquido	Espera-se que o quanto maior o lucro líquido, maior seja o dividendo.	Positivo	Fama e French (2001); Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Perdas	Espera-se que seja negativo, pois quando se perde recursos há menos recursos para distribuição, pois as perdas deterioram as finanças e se acumulam por um bom tempo.	Negativo	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Q de Tobin	Espera-se que seja negativo, pois quanto maior a métrica maior será o incentivo para as empresas investirem e, para tanto, reterem maior parcela dos lucros (distribuir menos dividendos)	Negativo	Fama e French (2001)
Tamanho	Espera-se que seja positivo, pois acredita-se que empresas maiores, em geral, tem melhor saúde financeira, maior acesso ao crédito e, portanto, maiores condições de distribuir lucros.	Positivo	Fama e French (2001)

(conclusão)

Tangibilidade	Espera-se que seja positivo, pois contribui para a persistência do desempenho superior das firmas de diversos setores da economia além de maior capacidade de crédito, podendo assumir maiores dividendos.	Positivo	Fama e French (2001); Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Tributação	Espera-se que a tributação seja negativa, pois quanto maior a tributação, menor será o dividendo distribuído.	Negativo	Gordon (1959)
Tributação x Dividendo Lag	Espera-se que seja negativo, pois onde há maior tributação distribui-se menos dividendos e menor disposição para distribuir lucros.	Negativo	Variável do estudo
Tributação x Lucro Líquido	Espera-se que seja negativo, pois onde há maior tributação distribui-se menos dividendos e menor disposição para distribuir lucros.	Negativo	Variável do estudo
Volatilidade Lucros	Espera-se que seja negativo, pois a empresa não tem estabilidade de resultados e precisa fazer caixa para enfrentar adversidades.	Negativo	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)

**Figura 2. Variáveis Utilizadas**

A seguir serão apresentados os 05 modelos desenvolvidos para testar as hipóteses deste estudo.

### 3.7.1 Modelo de Lintner Sem Variável ADR

O modelo é descrito da seguinte forma:  $Dividendos_{(i,t)} = \beta_1 Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}$ ; Onde:

- $Dividendos_{(i,t)}$  é o dividendo recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Dividendos_{(i,t-1)}$  é o dividendo recebido no ano anterior (t-1) pelo ativo i.
- $Lucro Líquido_{(i,t)}$  é o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t.

### 3.7.2 Modelo de Lintner com variável ADR

O modelo é descrito a seguir:

$$\begin{aligned}
 Dividendos_{(i,t)} &= \beta_1 Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 ADR_{(i,t)} \\
 &+ \beta_4 ADR \times Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_5 ADR_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)} + \mu_i \\
 &+ \varepsilon_{(i,t)}
 \end{aligned} \tag{4}$$

Onde:

- $Dividendos_{(i,t)}$  é o dividendo recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Dividendos_{(i,t-1)}$  é o dividendo recebido no ano anterior (t-1) pelo ativo i.
- $Lucro Líquido_{(i,t)}$  é o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t.
- $ADR_{(i,t)}$  é uma variável dummy que indica se a ação é uma ADR.
- $ADR_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)}$  é a interação entre o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i e a ação ser ADR.
- $ADR \times Lucro Líquido_{(i)}$  é a interação entre o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t, e a ação ser ADR.

### 3.7.3 Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR

O modelo é descrito a seguir:

$$\begin{aligned}
 Dividendos_{(i,t)} &= \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q \text{ de Tobin}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} \\
 &+ \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{10} Cresc Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade Lucros_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}
 \end{aligned} \tag{5}$$

Onde:

- $Dividendos_{(i,t)}$  é o dividendo recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Investimento_{(i,t)}$  é o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i no tempo t.

- $Lucro\ Líquido_{(i,t)}$  é o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Q\ de\ Tobin_{(i,t)}$  é o indicador Q de Tobin do ativo i no tempo t.
- $Tamanho_{(i,t)}$  é o tamanho do ativo i no tempo t.
- $Caixa_{(i,t)}$  é o caixa do ativo i no tempo t.
- $Liquidez_{(i,t)}$  é a liquidez do ativo i no tempo t.
- $Tangibilidade_{(i,t)}$  é a tangibilidade do ativo i no tempo t.
- $Divida_{(i,t)}$  é a dívida do ativo i no tempo t.
- $Perda_{(i,t)}$  é a perda do ativo i no tempo t.
- $Cresc\ Vendas_{(i,t)}$  é o crescimento de vendas do ativo i no tempo t.
- $Volatilidade\ Lucros_{(i,t)}$  é a volatilidade dos lucros do ativo i no tempo t.

### 3.7.4 Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem

$$\begin{aligned}
 Dividendos_{(i,t)} &= \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro\ Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q\ de\ Tobin_{(i,t)} \\
 &+ \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} \\
 &+ \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{10} Cresc\ Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade\ Lucros_{(i,t)} + \beta_{12} ADR_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{13} Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_{14} ADR \times Dividendos_{(i,t-1)} \\
 &+ \beta_{15} ADR \times Lucro\ Líquido_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}
 \end{aligned} \tag{6}$$

Onde:

- $Dividendos_{(i,t)}$  é o dividendo recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Investimento_{(i,t)}$  é o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i no tempo t.
- $Lucro\ Líquido_{(i,t)}$  é o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Dividendos_{(i,t-1)}$  é o dividendo recebido no ano anterior (t-1) pelo ativo i.
- $ADR_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)}$  é a interação entre o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i e a ação ser ADR.
- $ADR \times Lucro\ Líquido_{(i,t)}$  é a interação entre o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t, e a ação ser ADR.
- $Q\ de\ Tobin_{(i,t)}$  é o indicador Q de Tobin do ativo i no tempo t.

- $Tamanho_{(i,t)}$  é o tamanho do ativo i no tempo t.
- $Caixa_{(i,t)}$  é o caixa do ativo i no tempo t.
- $Liquidez_{(i,t)}$  é a liquidez do ativo i no tempo t.
- $Tangibilidade_{(i,t)}$  é a tangibilidade do ativo i no tempo t.
- $Divida_{(i,t)}$  é a dívida do ativo i no tempo t.
- $Perda_{(i,t)}$  é a perda do ativo i no tempo t.
- $Cresc Vendas_{(i,t)}$  é o crescimento de vendas do ativo i no tempo t.
- $Volatilidade Lucros_{(i,t)}$  é a volatilidade dos lucros do ativo i no tempo t.

### 3.7.5 Modelo de Lintner Expandido com defasagem e Tributação

$Dividendos_{(i,t)}$

$$\begin{aligned}
 &= \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q \text{ de Tobin}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} \\
 &+ \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{10} Cresc Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade Lucros_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{12} Tributacao_{(i,t)} + \beta_{13} Dividendos_{(i,t-1)} \\
 &+ \beta_{14} Tributacao \times Lucro Líquido_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{15} Tributacao_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}
 \end{aligned} \tag{7}$$

Onde:

- $Dividendos_{(i,t)}$  é o dividendo recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Investimento_{(i,t)}$  é o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i no tempo t.
- $Lucro Líquido_{(i,t)}$  é o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t.
- $Dividendos_{(i,t-1)}$  é o dividendo recebido no ano anterior (t-1) pelo ativo i.
- $Tributacao_{(i,t)}$  é uma variável que indica a tributação do ativo i no tempo t.
- $Tributacao_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)}$  é a interação entre o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i e a tributação.
- $Tributacao \times Lucro Líquido_{(i,t)}$  é a interação entre o lucro líquido recebido pelo ativo i no tempo t, e a tributação.
- $Q \text{ de Tobin}_{(i,t)}$  é o indicador Q de Tobin do ativo i no tempo t.

- $Tamanho_{(i,t)}$  é o tamanho do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Caixa_{(i,t)}$  é o caixa do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Liquidez_{(i,t)}$  é a liquidez do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Tangibilidade_{(i,t)}$  é a tangibilidade do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Divida_{(i,t)}$  é a dívida do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Perda_{(i,t)}$  é a perda do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Cresc Vendas_{(i,t)}$  é o crescimento de vendas do ativo  $i$  no tempo  $t$ .
- $Volatilidade Lucros_{(i,t)}$  é a volatilidade dos lucros do ativo  $i$  no tempo  $t$ .

No capítulo a seguir, serão feitos os teste estatísticos usando os dados coletados para a obtenção dos resultados do presente estudo.

## 4 MODELOS APLICADOS

### 4.1 INTRODUÇÃO

Este capítulo é dedicado ao estudo dos dados coletados. São apresentados dois possíveis métodos estatísticos para análise dos resultados: os Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), que são métodos de minimização de quadrados, utilizados para estimar os parâmetros desconhecidos em um modelo de regressão; e os Dados em Painel, utilizados para designar informações de várias unidades amostrais acompanhadas, em geral, ao longo do tempo. Optou-se por utilizar dois modelos estatísticos, a fim de dar maior robustez ao estudo.

### 4.2 MÍNIMOS QUADRADOS ORDINÁRIOS

Os Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) são métodos de minimização de quadrados, utilizados para estimar os parâmetros desconhecidos em um modelo de regressão. O MQO procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados, tentando minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados. Tais diferenças são chamadas de resíduos. Segundo Hocking (1983), o modelo de regressão linear é apresentado da seguinte maneira:  $y = \beta_0 + \sum_{j=1}^m \beta_j x_j + \varepsilon$ , onde  $\beta_j$ ,  $j = 0, \dots, m$  são parâmetros desconhecidos e  $\varepsilon$  denota um erro aleatório. Os dados e o modelo são, geralmente, resumidos na forma matricial, na equação:  $Y = X\beta + \varepsilon$ , onde:

- $Y : N \times 1$  é o vetor coluna de observações da variável dependente;
- $X : N \times k$  é a matriz das observações de variáveis explicativas;
- $\beta : k \times 1$  é o vetor coluna dos parâmetros (ou coeficientes);
- $\varepsilon : N \times 1$  é o vetor coluna de erros.

Os parâmetros da regressão são estimados encontrando o  $\beta$  que minimiza a soma do quadrado dos erros. Ou seja, o estimador de  $\beta$ , denominado  $\hat{\beta}$  minimiza o seguinte:

$$S = \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 = \varepsilon' \varepsilon = (Y - X\beta)'(Y - X\beta) \quad (8)$$

A equação pode ser aberta em:  $S = Y'Y - 2\beta'X'Y + \beta'X'X\beta - Y'X\beta - \beta'X'Y +$

$\beta'X'X\beta$ . A minimização é, então, obtida, derivando S e igualando a zero:

$$\frac{\partial S}{\partial \beta} = -2X'Y + 2X'X\beta = 0 \quad (9)$$

De onde se obtém:  $X'X\beta = X'Y$ . E, sendo  $X'X$  invertível, temos que o estimador é:  $\hat{\beta} = (X'X)^{-1}X'Y$ . A partir disto, se escreve os valores ajustados, ou seja, a equação de valores estimados, uma vez que temos nosso estimador  $\hat{\beta}$ . Segue abaixo a equação para  $\hat{Y}$ , ou seja, os valores de Y estimados:  $\hat{Y} = X\hat{\beta} = X(X'X)^{-1}X'Y = HY$ . Onde:  $H = X(X'X)^{-1}X'$ .

Sendo H chamada de matriz de projeção, que representa a projeção ortogonal de Y no espaço abrangido por X.v. Expandindo, pode-se encontrar o i-ésimo valor ajustado, a partir da seguinte equação:  $\hat{Y}_i = \hat{E}(Y|X_i = x_{i,1}, \dots, x_{i,k}) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1x_{i,1} + \hat{\beta}_2x_{i,2} + \dots + \hat{\beta}_kx_{i,k}$ .

O i-ésimo valor ajustado representa, então, a resposta média estimada para a i-ésima observação. A partir de tal, obtém-se, também, o modelo ajustado que, por sua vez, representa a resposta média estimada como uma função das variáveis explicativas. O modelo ajustado é dado por:  $\hat{Y}_i = \hat{E}(Y|X) = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1X_1 + \hat{\beta}_2X_2 + \dots + \hat{\beta}_kX_k$ .

Por fim, podem-se definir os resíduos do modelo, sendo estes definidos como a diferença entre o valor ajustado e o observado, conforme segue:  $\hat{\epsilon} = Y - \hat{Y} = Y - HY = (I - H)Y$ , onde I é a matriz identidade de tamanho n x n.

O resíduo de uma observação i é dado, então, por:  $\hat{\epsilon}_i = Y_i - \hat{Y}_i = Y_i - (\hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1x_{i,1} + \hat{\beta}_2x_{i,2} + \dots + \hat{\beta}_kx_{i,k})$ . Para a utilização do modelo de Mínimos Quadrados Ordinários, é necessário satisfazer certas suposições, a saber:

- A relação entre a variável dependente e as explicativas deve ser linear;
- Variáveis explicativas independentes umas das outras, ou seja, sem colinearidade perfeita;
- Erros normalmente distribuídos com média zero, ou seja, i.i.d independentes e identicamente distribuídos;
- A variância dos erros é constante, ou seja, homoscedasticidade.

A violação de algum dos pressupostos pode levar à estimativas viesadas, sendo, assim, necessária a utilização de outro tipo de estimação.

### 4.3 DADOS EM PAINEL

Algumas vezes, os modelos de MQO não são suficientes para explicar as relações dinâmicas que acontecem ao longo do tempo. Nestes casos, pode ser necessária a utilização de modelos de dados em painel (Wooldridge, 2002, p. 169). Para tal, nos dados em painel, os indivíduos são observados em diversos pontos no tempo (Schmidheiny, 2018, p. 01).

A utilização de dados em painel é especialmente útil quando existem variáveis que não são observadas no modelo. Estas variáveis serão expressas pela notação  $c$ , daqui em diante. Com isso, a intenção é obter estimativas para uma variável  $y$ , através das variáveis observadas ( $X$ ) e não observadas ( $c$ ) (Wooldridge, 2002, p. 246).

Matematicamente, se quer:  $E(y|x_1, x_2, \dots, x_k, c)$ . Supondo que  $c$  seja constante, ao longo do tempo, desta forma, o efeito não observável é considerado como sendo uma característica intrínseca do indivíduo, empresa, ou unidade amostral avaliada. Estas características, por definição, não se alteram no tempo, por exemplo: nível de escolaridade dos pais para uma pessoa, ou setor de atuação para uma empresa (Wooldridge, 2002, p. 248).

É importante notar que, caso a  $E(X, c) = \mathbf{0}$ , poder-se-ia usar um modelo MQO para realizar as estimativas. Contudo, caso esta condição não seja satisfeita, o modelo MQO é considerado viesado e inconsistente (Wooldridge, 2002, p. 249). Assim sendo, percebe-se a importância da utilização de dados em painel nestas situações mais complexas.

De acordo com Baltagi (2005, p. 11), o modelo tem duas características variando (indivíduo e tempo), como pode ser descrito com a seguinte fórmula:  $y_{it} = \alpha + X'_{it}\beta + v_{it}$ .

Onde:

$i = 1, \dots, N$  = indivíduos

$t = 1, \dots, T$  = tempo

$X'_{it}$  = observações do indivíduo  $i$ , no tempo  $t$

$y_{it}$  = variável resposta do indivíduo  $i$ , no tempo  $t$

$v_{it} = \mu_i + \varepsilon_{it}$

$\mu_i$  = é o efeito individual

$\varepsilon_{it}$  = erro do modelo

$\alpha$  = é um escalar.

$\beta$  = é uma matriz  $K$  por  $1$ .

Os modelos de dados em painel podem ser divididos em duas categorias principais.

São elas: modelos de efeito fixo e modelos de efeito aleatório. Para determinar qual modelo é o mais adequado, é preciso saber se o erro  $\varepsilon_{it}$  é comportado, independentemente dos regressores e do componente individual  $\mu_i$  (Croissant; Millo, p. 02). Em geral, quando pode-se assumir que o efeito individual  $\mu_i$  é independente do erro  $\varepsilon_{it}$ , o modelo pode ser calculado com efeito aleatório. Desta forma, garantindo maior grau de liberdade para o modelo e, conseqüentemente, resultados mais precisos (Baltagi, 2005, p. 14).

Vale ressaltar que o modelo de efeito fixo não implica que a variável  $c$  não seja aleatória, mas sim, que pode haver correlação entre as variáveis observadas  $X$  e as variáveis não observadas  $c$ . Enquanto isso, o modelo de efeito aleatório implica que não se pode haver correlação entre  $X$  e  $c$ , ou seja,  $Cov(x_{i,t}, c_i) = 0$  e  $E(c_i | x_{i,1}, \dots, x_{i,T}) = E(c_i)$  (Wooldrige, 2002, p. 249).

Sabendo disso, percebe-se que os modelos de efeito fixo serão mais robustos que modelos de efeito aleatório. Todavia, pelo fato de modelos de efeito fixo permitirem  $c$  e  $X$  serem correlacionados, os mesmos não conseguem incluir variáveis que são constantes, ao longo do tempo, em suas estimativas. Já modelos de efeito aleatório conseguem estimar estas variáveis. Com isso, é importante observar a aplicação em que se está trabalhando e os objetivos do trabalho (Wooldrige, 2002, p. 266).

Por fim, Baltagi (2005, p. 19) coloca que é possível testar a correlação entre os regressores e os efeitos individuais, através do teste de Hausman e, assim, decidir qual modelo utilizar.

#### 4.4 HETEROCEDASTICIDADE

Um pressuposto importante para MQO é o de variâncias dos erros constantes, e quando esse pressuposto é quebrado, temos o que se chama de heterocedasticidade. A heterocedasticidade não leva a viés nos estimadores via MQO. Porém, pode levar à estimativas da variância viesadas dos coeficientes do modelo. Desse modo, pode influenciar nas inferências obtidas da análise dos dados, principalmente no que tange ao teste de hipótese. Existem diversas maneiras de detectar a presença de heterocedasticidade, desde análise gráfica até testes estatísticos, dentre os quais se destacam o teste de White (White, 1980) e o teste de Breusch-Pagan (Breusch; Pagan, 1979).

É importante saber que, mesmo na presença de heterocedasticidade, os estimadores

MQO continuam não-viesados e consistentes, mas não são eficientes (variância mínima). Uma vez diagnosticado tal problema, é necessário mudar de técnica de estimação. É comum a utilização de Mínimos Quadrados Ponderados (MQP) ou a utilização de estimadores robustos à heterocedasticidade, tais como *White Standard Errors* (White, 1980).

#### 4.5 COEFICIENTE DE DETERMINAÇÃO ( $R^2$ )

Para avaliar o ajuste de um modelo estatístico, pode-se utilizar o  $R^2$ , chamado de coeficiente de determinação. Ele representa a proporção da variabilidade do desfecho Y, explicada pelo modelo (Bangdiwala, 2018). Seu valor varia de 0 a 1, com valores mais próximos de 1 indicando modelos mais precisos. Um valor de 1 indicaria um modelo perfeito, o que é altamente improvável na prática, dada a complexidade das interações entre diferentes fatores e variáveis desconhecidas.

Segundo Miles (2014), a variação em um desfecho Y é representada pela soma dos desvios da média ao quadrado, ou seja, a soma dos quadrados total (SStotal):

$$SS_{total} = \sum_i (Y_i - \bar{Y})^2 \quad (10)$$

A variabilidade pode ser, ainda, decomposta em mais duas somas de quadrados, a soma de quadrados explicada (SSreg):

$$SS_{reg} = \sum_i (\hat{Y}_i - \bar{Y})^2 \quad (11)$$

E a soma de quadrados dos resíduos (SSres):

$$SS_{res} = \sum_i (Y_i - \hat{Y}_i)^2 \quad (12)$$

Portanto, nota-se que a proporção da variação de Y explicada do modelo se dá por:

$$R^2 = \frac{SS_{reg}}{SS_{total}} \quad (13)$$

A definição mais geral do  $R^2$ , e equivalente à apresentada acima, é a seguinte:

$$R^2 = 1 - \frac{SS_{res}}{SS_{total}} \quad (14)$$

O  $R^2$ , para um modelo de regressão simples, pode ser utilizado sem problema algum. Porém, no contexto de uma regressão múltipla, o coeficiente acaba sendo inflacionado. Segundo Miles (2014), sempre que se adiciona uma variável, o  $R^2$  aumenta, nunca o contrário. Portanto, quando se tem variáveis o suficiente, o  $R^2$  será 1, algo impossível em termos práticos. Para corrigir, neste sentido, utiliza-se o  $R^2$  ajustado, dado pela seguinte fórmula:

$$R^2_{ajustado} = 1 - (1 - R^2) \frac{n - 1}{n - k - 1}, \quad (15)$$

Onde  $n$  é o tamanho amostral e  $k$  o número de variáveis explicativas na análise. O  $R^2$  ajustado pode ser interpretado como um estimador não-viesado (ou menos viesado) do  $R^2$  populacional, enquanto o  $R^2$  amostral observado é uma estimativa viesada do valor populacional (Shieh, 2008).

#### 4.6 HIPÓTESE E VARIÁVEIS

Para a análise dos resultados a seguir, utilizou-se o software R versão 3.6.1 e seu pacote acessório PLM, na mesma versão. Para todas as análises, considerou-se um nível de 5% (cinco por cento) para significância.

Ao construir estes modelos, pretende-se testar primordialmente a seguinte hipótese: As ações com ADR têm distribuição de dividendos diferente de ações sem ADR, ou seja, usa-se a ADR como um *proxy*, para verificar se a tributação tem efeitos sobre os dividendos. Desta forma, também se espera que empresas com ADR distribuam uma parcela menor do seu lucro líquido em dividendos. Assim, comprovando a teoria da preferência fiscal.

$H_0$ : As empresas com ADR não seguem a teoria da preferência fiscal

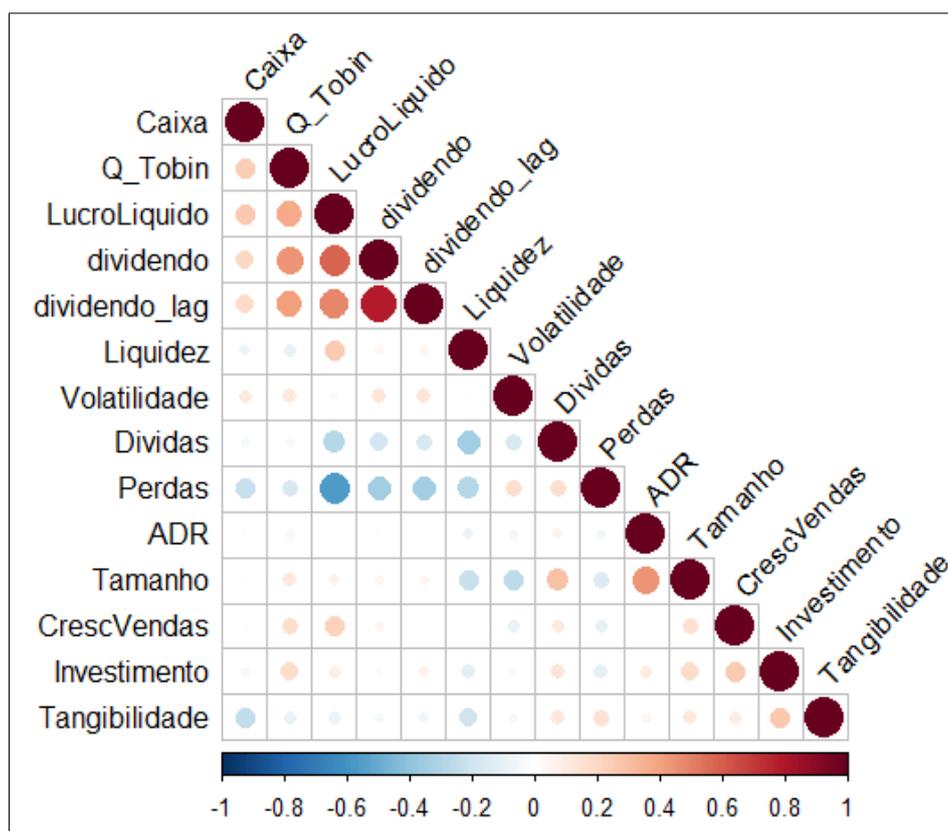
$H_1$ : As empresas com ADR seguem a teoria da preferência fiscal

Além destas hipóteses, também será analisada a influência de variáveis secundárias para explicar o comportamento de dividendos. Inicialmente, espera-se verificar se a distribuição passada de dividendos tem influência positiva sobre distribuições futuras de dividendos. Também, acredita-se que, quanto maior o lucro que uma empresa tenha, \ mais dividendos ela consegue distribuir. Pretende-se avaliar se o indicador Q de Tobin é uma boa métrica para seleção de empresas que pagam bons dividendos, averiguar se caixa, investimentos e tangibilidade têm correlação positiva com os dividendos, verificar se dívidas e perdas têm correlação negativa alta com os dividendos distribuídos, ver se o crescimento das vendas é relacionado à melhores dividendos e, por fim, acredita-se que menores volatilidades nos lucros implicam melhores dividendos.

As variáveis secundárias utilizadas no presente estudo têm por base dois artigos, de Fama e French (2001) e Blis, Cheng e Denis (2015) que, em seus estudos, fazem uma extensa revisão bibliográfica, para demonstrar a importância de cada variável. Utilizou-se nesse estudo as seguintes variáveis secundárias: Investimento, Lucro Líquido, Q de Tobin, Tamanho, Caixa, Liquidez, Tangibilidade, Dívida, Perda, Crescimento de Vendas, Volatilidade de Lucros e lag (dividendo).

#### 4.7 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

Inicialmente, serão realizadas análises descritivas dos dados, para desta maneira obter-se o direcionamento em que as análises devem ser conduzidas.



**Figura 3. Gráfico com as correlações das variáveis**

Na figura 3, demonstra-se a correlação das variáveis que varia de menos -1 (indicando correlação negativa perfeita) até + 1 (indicando correlação positiva perfeita). Vale notar, que percebe-se neste gráfico que a variável mais correlacionada com o dividendo é o próprio dividendo passado. Além disso, o dividendo tem uma correlação positiva alta com lucro líquido, por outro lado, o dividendo também tem uma correlação negativa considerável com a variável de perda. Fora isso, percebe-se que o ADR não possui nenhuma correlação aparente com o dividendo, indicando que provavelmente seja necessário criar variáveis de interações para encontrar sua relação com dividendos.

#### 4.8 ANÁLISE DOS MODELOS DE DADOS EM PAINEL

Optou-se por realizar análises de dados em painel, dadas as características temporais dos dados e por buscar-se um controle para as variáveis exógenas do modelo, como cultura. Todas as informações apresentadas foram construídas com base em um modelo de efeitos fixos e já apresentam correção para heteroscedasticidade. Vale notar, que todos os modelos

apresentados foram significativos, com isso a discussão dos resultados será focada em entender o comportamento das variáveis importantes para explicar a distribuição de dividendos.

#### 4.8.1 Modelo 1 - Modelo de Lintner Sem Variável ADR

O primeiro modelo construído é uma adaptação simplificada de Lintner (1956), onde são utilizadas apenas duas variáveis para predição do pagamento de dividendos, sendo elas o lucro líquido e o pagamento de dividendos no ano anterior.

Tabela 7:

**Modelo de Lintner Sem Variável ADR corrigido para heterocedasticidade**

<b>Dividendos</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>T</b>	<b>P&gt;t</b>
Dividendos (Lag)	0,3779	0,0361	10,4586	0,0000
Lucro Líquido	0,1386	0,0133	10,4075	0,0000

Analisaram-se as variáveis do modelo, individualmente. Percebe-se que ambas as variáveis são importantes, para determinar os dividendos pagos por uma empresa. Por exemplo, se o dividendo pago no ano anterior for de \$ 1 espera-se ganhar, em média, \$ 0,38. Além disso, o lucro líquido também é significativo, pois quanto maior o lucro, maior o dividendo, onde o aumento de 1 unidade de lucro impacta em um aumento de 0,38 unidades no pagamento de dividendos.

#### 4.8.2 Modelo 2 - Modelo de Lintner Com Variável ADR

Neste segundo modelo, tem-se uma versão adaptada do modelo de Lintner incluindo o efeito da variável ADR e suas interações, fazendo parte do modelo em construção neste trabalho.

Tabela 8:

**Modelo de Lintner Com Variável ADR corrigido para heterocedasticidade**

<b>Dividendos</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>T</b>	<b>P&gt;t</b>
Dividendos (Lag)	0,3737	0,0380	9,8225	0,0000
Lucro Líquido	0,1422	0,0141	10,0688	0,0000
ADR	-0,0018	0,0028	-0,6223	0,5338
ADR x Dividendos (Lag)	0,0833	0,0973	0,8558	0,3922
ADR x Lucro Líquido	-0,0526	0,0305	-1,7228	0,0850

Com isso, analisaram-se as variáveis do modelo, individualmente. Inicialmente, percebe-se que o aumento no lucro líquido impacta positivamente a distribuição de dividendos, onde o aumento de 1 unidade de lucro aumenta em 0,14 unidades o pagamento de dividendos. Também, percebe-se que a cada \$ 1 distribuídos no ano anterior, as empresas tendem a distribuir \$ 0,37 no ano vigente. Além disso, é notável perceber que a variável de interação “ADR x Lucro Líquido” está muito próxima de ser significativa, indicando que quando uma empresa, que não possui ADR, aumenta seu lucro líquido em 1 unidade há um aumento de 0,14 unidades na distribuição de dividendos, contudo, para empresas, que possuem ADR, o aumento na distribuição de dividendos é de apenas 0,09 unidades (0,1422 – 0,0526). Desta forma, pode-se notar que a teoria da preferência fiscal está sendo válida para investidores que possuem ADR.

**4.8.3 Modelo 3 - Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR**

Este modelo, por sua vez, foi construído para avaliar o efeito das variáveis de controles que serão agregadas ao modelo em construção.

Tabela 9:

**Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR corrigido para heterocedasticidade**

<b>Dividendos</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt;t</b>
Investimento	-0,0138	0,0105	-1,3228	0,1860
Lucro Líquido	0,1330	0,0165	8,0400	0,0000
Q de Tobin	0,0067	0,0015	4,3925	0,0000

(continua)

	(conclusão)			
Tamanho	-0,0040	0,0024	-1,6729	0,0945
Caixa	0,0010	0,0112	0,0925	0,9263
Liquidez	-0,0136	0,0066	-2,0713	0,0384
Tangibilidade	0,0072	0,0052	1,3944	0,1633
Dívida	-0,0190	0,0081	-2,3455	0,0191
Perdas	-0,0024	0,0006	-3,9882	0,0001
Cresc Vendas	-0,0067	0,0035	-1,9365	0,0529
Volatilidade Lucros	0,0058	0,0393	0,1483	0,8821

O lucro líquido foi a variável com maior poder explicativo para este modelo. Além disso, é importante colocar que as seguintes variáveis não foram significativas para este modelo: Investimento, Caixa, Tangibilidade e Volatilidade Lucros. Todavia, optou-se por continuar com as mesmas para reduzir o erro do modelo. Das demais variáveis, a relação que se tem é a seguinte: quanto maior o Tamanho, Crescimento de Vendas (salientando que Tamanho e Crescimento de Vendas foram significativos a um nível de 10% de confiança), Liquidez, Dívidas e Perdas, menor deve ser o dividendo distribuído. Isto faz sentido visto que empresas com dívidas e perdas no período não conseguem distribuir tantos dividendos e, ainda, quando as empresas estão aumentando o *Market Share* (Crescimento de Vendas), tem uma tendência em reinvestir os lucros. Por outro lado, quanto maior o Lucro Líquido e o Q de Tobin, maior deve ser a distribuição dos dividendos.

#### 4.8.4 Modelo 4 - Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem

Construiu-se um modelo onde tem-se a combinação de todos os modelos apresentados. Usa-se o modelo de Lintner (1956), a variável ADR e suas interações, e agrega-se as variáveis de controle mencionadas neste trabalho.

Tabela 10:

#### Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem corrigido para heterocedasticidade

	(continua)			
Dividendos	Coef.	Std. Err.	T	P>t
Investimento	-0,0292	0,0108	-2,7075	0,0068
Dividendos (Lag)	0,3452	0,0390	8,8506	0,0000

				(conclusão)
Lucro Líquido	0,1369	0,0161	8,4910	0,0000
ADR	0,0000	0,0032	-0,0117	0,9907
Q de Tobin	0,0048	0,0013	3,5925	0,0003
Tamanho	-0,0024	0,0021	-1,1140	0,2654
Caixa	-0,0039	0,0092	-0,4241	0,6715
Liquidez	-0,0135	0,0058	-2,3519	0,0188
Tangibilidade	0,0091	0,0041	2,2370	0,0254
Dívida	-0,0131	0,0062	-2,1045	0,0354
Perdas	-0,0006	0,0006	-1,0908	0,2755
Cresc Vendas	-0,0030	0,0033	-0,9148	0,3604
Volatilidade Lucros	0,0055	0,0314	0,1762	0,8601
ADR x Dividendos (Lag)	0,0777	0,0856	0,9074	0,3643
ADR x Lucro Líquido	-0,0705	0,0282	-2,5014	0,0124

O interessante deste modelo é que as conclusões apresentadas são mantidas, apenas com algumas alterações acontecendo em variáveis de controle, como tangibilidade que passou a ser significativa. Com isso, percebe-se que a cada \$ 1 de dividendo pago no ano anterior, continua-se pagando no em média \$ 0,34 dividendos. Além disso, verifica-se que empresas sem ADR, que aumentam em 1 unidade seu lucro líquido, aumentam em 0,1369 unidades a sua distribuição de dividendos. Enquanto isso, empresas que possuem ADR, que aumentam em 1 unidade seu lucro líquido, aumentam em 0,0664 unidades a sua distribuição de dividendos. Desta forma, consegue-se concluir que o aumento de lucro líquido afeta de maneiras diferentes empresas com e sem ADR, deixando claro comportamento da teoria da preferência fiscal para quem possui ADR nos USA.

#### 4.8.5 Modelo 5 - Modelo de Lintner Expandido com defasagem e Tributação

Para deixar os resultados deste trabalho mais robustos, fez-se uma adaptação do modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem, onde substituiu-se a variável ADR pela variável de tributação.

Tabela 11:

**Modelo de Lintner com variável ADR, Defasagem e Tributação corrigido para heterocedasticidade**

<b>Dividendos</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>t</b>	<b>P&gt;t</b>
Investimento	-0,0289	0,0108	-2,6760	0,0075
Dividendos (Lag)	0,3467	0,0387	8,9580	0,0000
Lucro Líquido	0,1359	0,0159	8,5245	0,0000
Tributação	-0,0016	0,0105	-0,1545	0,8772
Q de Tobin	0,0048	0,0013	3,6048	0,0003
Tamanho	-0,0022	0,0022	-1,0276	0,3042
Caixa	-0,0040	0,0092	-0,4272	0,6693
Liquidez	-0,0136	0,0058	-2,3728	0,0177
Tangibilidade	0,0088	0,0041	2,1579	0,0310
Dívida	-0,0131	0,0062	-2,1189	0,0342
Perdas	-0,0006	0,0006	-1,0670	0,2861
Cresc Vendas	-0,0030	0,0033	-0,9140	0,3608
Volatilidade Lucros	0,0049	0,0313	0,1558	0,8762
Tributação x Lucro Líquido	-0,2323	0,1045	-2,2232	0,0263
Tributação x Dividendos (Lag)	0,2067	0,2515	0,8219	0,4112

Neste modelo, percebe-se que as conclusões apresentadas anteriormente continuam sendo válidas. Além disso, consegue-se mensurar os impactos diretos da tributação no pagamento de dividendos. Por exemplo, considere que a tributação nos USA fosse de 50% (cinquenta por cento), então o seguinte cenário aconteceria: para uma empresa sem ADR que aumentasse em 1 unidade seu lucro líquido, os acionistas receberiam um aumento no pagamento de dividendos em 0,1359 unidades; contudo, a empresa com ADR que aumentasse em 1 unidade seu lucro líquido, os acionistas receberiam um aumento no pagamento de dividendos em 0,01975 ( $0,1359 - 0,2323 \cdot 0,50$ ). Resumindo, no cenário apresentado, a distribuição de dividendos torna-se praticamente nula para empresas que possuem ADR, onde empresas sem ADR distribuem quase 7 vezes mais dividendos.

Com tudo que foi apresentado, conclui-se que a hipótese de estudo esta validada, ou seja, a teoria da preferência fiscal é válida para empresas com ADR.

#### 4.9 AVALIAÇÃO DOS MODELOS

Além do resultados das variáveis já apresentados, abaixo é apresentada a tabela 12, com R quadrado dos modelos. Assim, as principais conclusões deste trabalho serão expostas.

Tabela 12:

##### Resultados

	Modelo	R Quadrado
	Lintner Sem Variável ADR	0,3062
	Lintner Com Variável ADR	0,3075
<b>Panel</b>	Lintner Expandido sem variável ADR	0,1907
	Lintner Expandido com variável ADR e defasagem	0,3198
	Lintner Expandido com defasagem e Tributação	0,3193

Para os 5 (cinco) modelos apresentados neste trabalho, é exposto o R Quadrado para cada um deles, medida esta que diz quanto as variáveis preditores explicam o comportamento da variável resposta. Por exemplo, o modelo 'Lintner Expandido sem variável ADR' consegue explicar 19,07% do comportamento da distribuição de Dividendos.

Por fim, pode-se realizar algumas inferências, ao avaliar o comportamento conjunto dos modelos. São elas:

- a) O pagamento de dividendos no ano anterior é a principal variável para explicar o pagamento de dividendos, o que fica evidente ao perceber a queda do R Quadrado no modelo 'Lintner Expandido sem variável ADR', que não apresenta a variável de dividendos pagos no ano anterior, em relação ao modelo 'Lintner Expandido com variável ADR e defasagem'. Ou seja, existe uma relação na qual uma empresa que pagou bons dividendos no passado tende a continuar distribuindo bons dividendos no futuro;
- b) As interações entre ADR e Lucro Líquido; e Tributação e Lucro Líquido são, em geral, significativas ou próximas de serem significativas (estando entre 5% e 15% de significância). Ou seja, quando uma empresa brasileira aumenta o lucro líquido, existe diferença nos dividendos distribuídos para acionistas das ações via ADR, em relação aos acionistas das ações não ADRs. Neste estudo, percebeu-se que o aumento de dividendos é maior em ações sem ADRs do que com ADRs, quando se

umenta o lucro líquido. Com isso, a interação entre ADR e lucro líquido ajuda a validar a hipótese principal. Além disto, o fato desta relação ser a mesma quando se utiliza a variável de tributação no lugar da ADR corrobora com o fato da distribuição de dividendos alterar quando existem diferentes políticas tributárias envolvidas;

- c) Em relação às demais variáveis avaliadas neste trabalho, percebeu-se que: ao aumentar o grau de investimentos, as empresas tendem a distribuir menos dividendos, indo contra a hipótese inicial; à medida que o indicador Q de Tobin sobe, a distribuição de dividendos também sobe, ou seja, quando o valor de firma é superior ao valor de reposição, a empresa tende a distribuir melhores dividendos; e empresas com liquidez alta tendem a não distribuir dividendos tão atrativos, conforme hipóteses descritas. As variáveis lucro líquido e tangibilidade tiveram impacto positivo no modelo, o que condiz com os pressupostos iniciais. Por outro lado, a variável liquidez teve impacto negativo, ao contrário do que se esperava. Além dessas variáveis, percebeu-se que as variáveis tamanho, caixa, perdas, crescimento de vendas e volatilidade dos lucros não foram significativas e, portanto, não tiveram suas hipóteses confirmadas ou negadas.

A seguir será demonstrado o modelo sugerido pelo presente estudo:

$$\begin{aligned}
 \text{Dividendos}_{(i,t)} &= \beta_1 \text{Investimento}_{(i,t)} + \beta_2 \text{Lucro Líquido}_{(i,t)} + \beta_3 \text{Q de Tobin}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_4 \text{Tamanho}_{(i,t)} + \beta_5 \text{Caixa}_{(i,t)} + \beta_6 \text{Liquidez}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_7 \text{Tangibilidade}_{(i,t)} + \beta_8 \text{Dívida}_{(i,t)} + \beta_9 \text{Perda}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{10} \text{Cresc Vendas}_{(i,t)} + \beta_{11} \text{Volatilidade Lucros}_{(i,t)} \\
 &+ \beta_{12} \text{ADR}_{(i,t)} + \beta_{13} \text{Dividendos}_{(i,t-1)} \\
 &+ \beta_{14} \text{ADR} \times \text{Dividendos}_{(i,t-1)} + \beta_{15} \text{ADR} \times \text{Lucro Líquido}_{(i,t)} + \mu_i \\
 &+ \varepsilon_{(i,t)}
 \end{aligned} \tag{16}$$

Com tudo isso dito, e sabendo que não existe melhor ou pior modelo, mas sim um modelo que melhor se adequa/ajusta a uma realidade, acredita-se que o melhor modelo para explicar o comportamento da distribuição de dividendos seja o modelo Panel 'Lintner Expandido com variável ADR e defasagem', que pode ser descrito pela seguinte fórmula:

## 5 CONCLUSÕES

Este capítulo tem como objetivo retomar, de forma sucinta, a presente pesquisa de tese de doutoramento, identificando as principais teorias descritas, os métodos estatísticos utilizados e, por fim, discutindo os resultados e suas implicações, além de sugestões para os novos estudos.

### 5.1 REVISÃO DA TEORIA

Na parte teórica do estudo, buscou-se fazer uma revisão dos artigos seminais que foram utilizados. Em relação às teorias, iniciou-se abordando a teoria da irrelevância do dividendo, sendo o artigo principal o de Miller e Modigliani (1961). O artigo aborda que, num mundo considerado perfeito, onde não há risco de falência, os acionistas tomariam decisões racionais e os dividendos não afetariam o valor de mercado da companhia.

Na questão da irrelevância do dividendo, vale lembrar que o artigo seminal de Miller e Modigliani (1961) incentivou outros estudos, que vieram a contrapor a ideia da irrelevância de dividendos, mostrando que o mercado é imperfeito. Dois autores que contestaram isso foram Elton e Gruber (1970) que, em seu estudo, trouxeram o efeito tributário e o efeito clientela. Já Bhattacharia (1979) traz a questão da sinalização informacional.

A Teoria da relevância dos dividendos, que foi abordada em seguida, tem seu artigo seminal em Lintner (1956), que traz a questão da tributação influenciar a política de dividendos. Esse assunto começa a ganhar força com os estudos de Gordon e Shapiro, também em 1956, Gordon (1959; 1963), Lintner (1962) e Watts (1973). Basicamente, tais artigos abordam a incerteza do mercado.

Elton e Gruber (1970) iniciam os estudos sobre a teoria da preferência fiscal, demonstrando que os impostos influenciam as decisões dos investidores. De acordo com o estudo, isto é demonstrado na queda do preço das ações no dia ex-dividendos, pois essa queda deve refletir o valor pós-imposto do dividendo nesse dia, relativo ao pós-imposto do ganho de capital.

O efeito clientela, outra das teorias abordadas no estudo, foi proposto por Miller e Modigliani (1961). Eles sugeriram que os investidores, quando sujeitos a altas taxas, tendem a preferir uma menor distribuição nos dividendos. Quando há essa preferência, os

investidores optam pelo ganho de capital, uma vez que a retenção do dividendo aumentaria o valor da companhia. Elton e Gruber (1970) também puderam relacionar a Teoria da Preferência Fiscal com o Efeito Clientela.

Quando se fala em Teoria da Agência, é preciso, primeiro, entender que, em geral, há um terceiro administrando os recursos da companhia e os interesses dos proprietários/investidores podem ficar ameaçados. Os gestores, neste caso, deveriam decidir sempre pensando em maximizar a riqueza do investidor. Porém, em casos onde o gestor recebe benefícios, pode haver conflito de interesses (Smith, 1776 *apud* Jensen; Meckling, 1976). O interesse do principal será sempre de maximizar a sua riqueza e, desta forma, observa-se que a Teoria da Agência é mais forte quando o gestor é contratado pelo proprietário e mais tênue quando o proprietário é o próprio gestor da companhia (Marques; Conde, 2000).

Por fim, a teoria da Sinalização, desenvolvida por Spence (1973) buscava explicar problemas de informação no mercado de trabalho. Porém, seu conceito acabou estendido por diversas áreas do conhecimento. Bhattacharya (1979) identificou a ocorrência de assimetria informacional na relação entre os gestores (*insiders*) e investidores (*outsiders*) quanto à rentabilidade das empresas. Quanto maior o número de informações ao mercado, menor seria a assimetria informacional (Verdi, 2012).

Considerando todas as teorias apresentadas, até hoje, não há um consenso ou regra que explique linearmente as decisões sobre política de dividendos adotadas pelas companhias. Seja em razão dos cenários econômicos específicos de cada mercado, os conflitos de interesses ou as diferentes tributações dos países. Black (1976) já afirmava que, quanto mais se observam os dividendos, mais se percebe que eles se parecem com um enigma, com partes que não se encaixam.

## 5.2 PROBLEMA E METODOLOGIA

Abordando o dilema de dividendos e incluindo a tributação como variável, o objetivo geral deste estudo foi verificar se a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, procurando por diferenças nas decisões de distribuição de lucros de empresas brasileira com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs. Para atingir tal objetivo, buscou-se definir as diferenças entre a tributação brasileira e americana, enfatizando o diferente

tratamento dado aos dividendos nos dois mercados, a fim de mensurar o efeito da tributação sobre as políticas de dividendos das companhias brasileiras com ADRs americanos e comparar a política de dividendos das companhias brasileiras com e sem ADRs, sob a perspectiva da Teoria da Preferência Fiscal.

A pesquisa foi classificada como sendo de natureza aplicada, com abordagem quantitativa, descritiva, quanto aos objetivos, e experimental, quanto aos procedimentos. Foram utilizados, para a análise, dados secundários coletados da base da Economática para um período de 20 anos, compreendendo 1998 a 2017. Estes dados foram posteriormente tratados, a fim de se chegar a uma amostra pertinente ao estudo. Esta amostra se mostrou composta por 481 companhias. Dentre estas 481 companhias, 61 delas são companhias brasileiras com ADRs de acordo com a NYSE, e que se encaixavam no perfil desejado para aplicação deste estudo.

### 5.3 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Inicia-se esse tópico recondendo a questão de pesquisa proposta por esse trabalho, respondendo os objetivos específicos do estudo e apontando a hipótese aceita.

O problema de pesquisa proposto no estudo foi: Como a tributação afeta a política de distribuição de lucros, via dividendos, de empresas brasileiras com ADRs e empresas brasileiras sem ADRs, uma vez que a tributação brasileira e americana, para dividendos, é diferente?

O estudo aponta que as empresas brasileiras que possuem ADR pagam menos dividendos do que as empresas brasileiras que não possuem ADR, por unidade de lucro líquido. Desta forma, para investidores que possuem ADRs, há uma vantagem fiscal, pois, nos Estados Unidos, o dividendo é tributado. Porém, os investidores que possuem a ação no Brasil, onde o tributo sobre dividendos é zero, há uma desvantagem, pois estes recebem menos dividendos. Com isso a política de dividendos das empresas brasileiras com ADR é sim afetada pela tributação.

Isso também corrobora com a hipótese H<sub>1</sub> que apontava que as empresas que tem ADR seguem a teoria da preferência fiscal, como descrito anteriormente isso se dá pelo fato das empresas com ADR pagarem menos dividendos e com isso privilegiar acionistas que compram ADR nos Estados Unidos da América.

Os objetivos específicos do presente estudo foram os seguintes:

- d) Pesquisar a legislação sobre dividendos e ganho de capital entre 1997 e 2017, no Brasil e nos Estados Unidos da América;
- e) Mensurar o efeito da tributação sobre as políticas de dividendos das companhias brasileiras com ADRs americanas;
- f) Comparar a política de dividendos das companhias brasileiras, com e sem ADRs, sob a perspectiva da Teoria da Preferência Fiscal.

Os objetivos foram alcançados uma vez que a legislação de dividendos foi pesquisada e apontada nesse estudo, inclusive em período mais longo. Os demais objetivos serão todos explicados no decorrer do presente tópico.

A principal evidência deste estudo está relacionada à Lintner (1956), pois a variável LAG (dividendos) demonstra que os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos da empresa, por talvez terem que rever sua decisão no futuro, mudando a política de dividendos. Sendo assim, as empresas mantêm constância de dividendos. Ainda de acordo com Watts (1973), Lintner (1962) e Gordon (1963), dividendos não podem prever ganhos futuros em relação à empresa. Porém, de acordo com os resultados deste estudo e corroborando com os autores, uma vez que as empresas pagaram dividendos no passado, elas possivelmente seguirão pagando no futuro.

O pagamento de dividendos no ano anterior foi a principal variável para explicar o pagamento de dividendos, o que fica evidente ao perceber a queda do R Quadrado no modelo 'Lintner Expandido sem variável ADR', que não apresentam a variável de dividendos pagos no ano anterior, em relação ao modelo 'Lintner Expandido com variável ADR e defasagem'. Ou seja, existe uma relação na qual uma empresa que pagou bons dividendos no passado tende a continuar distribuindo bons dividendos no futuro (Elton; Gruber, 1970; Bhattacharia, 1979).

A Teoria M&M (1961), apesar de tratar de um mercado perfeito, assume que podem haver imperfeições e cita a tributação como sendo a maior delas. Santos e Galvão (2015) identificaram que a diferença tributária entre dividendos e ganho de capital, por exemplo, pode influenciar de maneira significativa a política de dividendos e o valor das empresas. Sendo assim, este estudo demonstra que as empresas, dada a imperfeição do mercado, mantêm políticas de dividendos para compensar o alto tributo americano, ou seja, as empresas com ADR pagam menos dividendos do que as que não possuem ADR, pois no Brasil o dividendo é tributado à alíquota zero.

Os resultados deste estudo também corroboram com Procianny e Snider (1994), que demonstraram que, quando o imposto é maior, as empresas tendem a pagar menos dividendos, sendo que, quando o imposto for menor, as empresas pagam mais dividendos. Nesse estudo, pode-se verificar que as empresas com ADR pagam menos dividendos, pois o tributo americano é alto.

Assaf Neto (2003) afirma que, no Brasil, os pontos sobre as políticas de dividendos são colocados em nível de grande desprezo pelas empresas e, ainda, há a legislação vigente no Brasil, que estabelece o pagamento de um dividendo mínimo obrigatório, não permitindo que essa decisão flua livremente por meio de decisões da administração da empresa e de seus acionistas. Essa obrigatoriedade na distribuição de dividendos pode explicar a política de constância de dividendos, sendo que as empresas podem estar pagando o mínimo legal.

Em relação às demais variáveis avaliadas neste trabalho, percebeu-se que: ao aumentar o grau de investimentos, as empresas tendem a distribuir menos dividendos, indo contra a hipótese inicial. À medida que o indicador Q de Tobin sobe, a distribuição de dividendos também sobe, ou seja, quando o valor de firma é superior ao valor de reposição, a empresa tende a distribuir melhores dividendos; e empresas com liquidez alta tendem a não distribuir dividendos tão atrativos, conforme hipóteses descritas. As variáveis lucro líquido e tangibilidade tiveram impacto positivo no modelo, o que condiz com os pressupostos iniciais. Por outro lado, a variável liquidez teve impacto negativo, ao contrário do que se esperava. Além dessas variáveis, percebeu-se que as variáveis: tamanho, caixa, perdas, crescimento de vendas e volatilidade dos lucros não foram significativas e, portanto, não tiveram suas hipóteses confirmadas ou negadas.

Ao analisar a relação do lucro líquido, percebe-se que, quando uma empresa aumenta seu lucro líquido, a mesma tende a aumentar a distribuição de dividendos. Todavia, algo importante de ser notado é o fato de que empresas que possuem ADR distribuem, em média, menos dividendos por unidade de lucro líquido do que empresas que não possuem ADR.

Com tudo isso dito, e sabendo que não existe melhor ou pior modelo, mas sim, um modelo que melhor se adequa/ajusta a uma realidade, acredita-se que o melhor modelo para explicar o comportamento da distribuição de dividendos seja o modelo Panel 'Lintner Expandido com variável ADR e defasagem', que pode ser descrito pela seguinte fórmula:

$$\begin{aligned}
Dividendos_{(i,t)} &= \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q \text{ de Tobin}_{(i,t)} \\
&+ \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} \\
&+ \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} \quad (17) \\
&+ \beta_{10} Cresc Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade Lucros_{(i,t)} \\
&+ \beta_{12} ADR_{(i,t)} + \beta_{13} Dividendos_{(i,t-1)} \\
&+ \beta_{14} ADR \times Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_{15} ADR \times Lucro Líquido_{(i,t)} + \mu_i \\
&+ \varepsilon_{(i,t)}
\end{aligned}$$

#### 5.4 CONTRIBUIÇÕES E RECOMENDAÇÕES

Este trabalho trouxe como sua principal contribuição o fato de demonstrar como um acionista pode ser prejudicado ou favorecido pela tomada de decisão da política de dividendos das empresas que possuem ADR. De forma sucinta e objetiva, observou-se que as empresas brasileiras com dupla listagem, ou seja, que possuem ADR, pagam proporcionalmente menores dividendos do que as empresas sem dupla listagem. Essa situação beneficia o investidor que comprar suas ações nos USA, ou seja, comprar ADR da empresa, uma vez que os USA tributam os dividendos e o Brasil não.

Observa-se ainda outra desvantagem para o investidor que comprar ações no Brasil, qual seja, além de receber o dividendo menor, a empresa que paga menores dividendos têm sua ação valorizada, essa valorização impacta na hora da venda da ação pois, aumenta o ganho de capital do investidor, sendo que o ganho de capital é tributado no Brasil.

Por fim, para estudos futuros, pretende-se criar um modelo onde se avalie conjuntamente a distribuição de dividendos com a valorização do preço das ações, uma vez que, neste estudo, já se pode perceber que ações classificadas como ADR tendem a distribuir dividendos menores quando há um aumento no lucro líquido, justamente pelos dividendos serem tributados. Por outro lado, não se realizou comparações para averiguar se as ações classificadas como ADR tiveram maiores ganhos pela valorização do preço dos seus ativos, ou pela distribuição de juros sobre capital.

Desta forma, reforçam-se os indícios de que a teoria da preferência fiscal existe na prática, pois, de um lado, haveria ações não ADR que distribuem mais dividendos; de outro haveria ações ADR que têm uma valorização maior em seus preços, ou melhor distribuição de

juros sobre capital. Outro ganho em incluir essas variáveis seria testar a Teoria do Efeito Clientela.

Ademais, outro ganho para este estudo seria ter a mensuração da variável ADR como uma variável contínua, que indica o percentual das ações da empresa negociadas como ADRs, ao invés de usá-la como variável binária. Desta forma, poder-se-ia aumentar o poder discriminatório do modelo, assim, aperfeiçoando o entendimento sobre os impactos que as ações ADRs têm em relação aos dividendos distribuídos. Por exemplo, com essa nova medida para ADRs, seria possível testar os conflitos de Teoria de Agência. O gestor pode estar beneficiando acionistas de ADRs, ao pagar menos dividendos, e prejudicando o investidor que possui ações. É importante ressaltar que não se tem a informação de quanto de cada empresa são ações e quanto são ADRs. Mas, nesta perspectiva, uma empresa com 10% de ADRs poderia estar indo contra os interesses de 90% de ações brasileiras que prefeririam um dividendo mais alto, uma vez que os mesmos são tributados a zero (Smith, 1776 apud Jensen; Meckling, 1976).

## REFERÊNCIAS

- Abuselidze, G. (2020). Optimality of tax policy on the basis of comparative analysis of income taxation. *European Journal of Sustainable Development*, Vol. 9, n 1, Fev., 2020, pp. 272-293. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/338982956\\_Optimality\\_of\\_Tax\\_Policy\\_on\\_the\\_Basis\\_of\\_Comparative\\_Analysis\\_of\\_Income\\_Taxation](https://www.researchgate.net/publication/338982956_Optimality_of_Tax_Policy_on_the_Basis_of_Comparative_Analysis_of_Income_Taxation)>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Akerlof, G. A. (1970). The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, n. 3, pp. 488-500. Disponível em: <<https://academic.oup.com/qje/article-abstract/84/3/488/1896241?redir=https://academic.oup.com/qje/article-abstract/84/3/488/1896241?redirectedFrom=fulltext&context=fulltext>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Ali, I., Muhammad, N., Gohar, A. (2017). Do firms use dividend changes to signal future earnings? an investigation based on market rationality. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 9, No. 4, Mar., 2017, pp. 20-34. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/314287036\\_Do\\_Firms\\_Use\\_Dividend\\_Changes\\_to\\_Signal\\_Future\\_Earnings\\_An\\_Investigation\\_Based\\_on\\_Market\\_Rationality](https://www.researchgate.net/publication/314287036_Do_Firms_Use_Dividend_Changes_to_Signal_Future_Earnings_An_Investigation_Based_on_Market_Rationality)>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Allen, F., Michaely, R. (2002). *Payout policy*. Social science research network Electronic Library, Working Paper. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/38180/determinantes-da-politica-de-remuneracao-do-cap>>. Acesso em 12 ago. 2018.
- Amadeo, K. JGTRRA. (2018). *Lei de reconciliação de empregos e redução de imposto sobre o crescimento de 2003*. Disponível em: <<https://www.thebalance.com/jobs-and-growth-tax-relief-reconciliation-act-2003-3305769>>. Acesso em 08 ago. 2018.
- Ambarish, R., John, K., Williams, J. (1987). Efficient signalling with dividends and investments. *Journal of Finance*, pp. 321-343. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1987.tb02570.x>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Amihud, Y., Murgia, M. (1997). Dividends, taxes, and signaling: evidence from Germany. *Journal of Finance*, Vol. 52, n. 1, pp. 397-408. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03822.x>>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Amromin, G., Harrison, P., & Sharpe, S. (2008). How Did the 2003 dividend tax cut affect stock prices? *Financial Management*, 37 (4), pp. 625-646. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1755-053X.2008.00028.x>>. Acesso em 10 jul. 2019.

- Anjali, R., Raju, G. A. (2018). Dividend smoothing & implications of lintner model a study of indian consumer goods sector using panel data. *International Journal of Management Studies*. Vol. V, Issue 2, April 2018, pp. 87-93. Disponível em: <[http://researchersworld.com/ijms/vol5/issue2\\_1/Paper\\_13.pdf](http://researchersworld.com/ijms/vol5/issue2_1/Paper_13.pdf)>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Arrow, K.J., Debreu, G. (1954). Existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica*, pp. 265-290. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/1907353?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1907353?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Assaf, A. N. (2003). *Finanças corporativas e valor*. 1ª ed. Porto Alegre: Atlas.
- Baker, H. K., Powell, G. E.; Veit, E. (2002). Revisiting managerial perspectives on dividend policy. *Journal of Economics and Finance*. Memphis, vol. 26, n. 3, Set., pp. 267-283. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/spr/jecfin/v26y2002i3p267-283.html>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Baker, H. K., Kilincarslan, E., Arsal, A. H. (2018). Dividend policy in Turkey: survey evidence from borsa istanbul firms. *Global Finance Journal*. Vol. 35, Fev. 2018, pp. 43–57. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028316301193?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Balachandran, B., Krishnamurti, C., Theobald, M., Vidanapathiran, B. (2012). Dividend reductions, the timing of dividend payments and information content. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 18, Issue 5, pp. 1232-1247. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v18y2012i5p1232-1247.html>>. Acesso em 18 de ago. 2018.
- Bali, R., Francis, J. C. (2016). Ex day effects of the 2003 dividend tax cut. *International Review of Economics and Finance*. Elsevier, vol. 41, pp. 11–22. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/reveco/v41y2016icp11-22.html>>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Baltagi, B. H. (2005), *Econometric analysis of panel data*. 3. ed., John Wiley & Sons.
- Banyi, M. L., Kahle, K. M. (2014). Declining propensity to pay? A re-examination of the lifecycle theory. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 27, pp.345-366. Disponível em: <<https://arizona.pure.elsevier.com/en/publications/declining-propensity-to-pay-a-re-examination-of-the-lifecycle-the>>. Acesso em 08 ago. 2018.
- Bangdiwala, S. I. (2018). Regression: multiple linear. *International Journal of Injury Control and Safety Promotion*. Vol. 25, N° 2, pp. 232-236. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/17457300.2018.1452336?src=recsys&journalCode=nics20>>. Acesso em 15 mar. 2019.

- Barnston, A. G. (1992). *Correspondence among the correlation, RMSE, and heidke forecast verification measures: refinement of the heidke score*. Climate Analysis Center. Washington, D.C. Disponível em: <<https://journals.ametsoc.org/doi/pdf/10.1175/1520-0434%281992%29007%3C0699%3ACATCRA%3E2.0.CO%3B2>>. Acesso em 08 ago. 2018.
- Bellato, L. L. N., Silveira, A. D. M, Savoia, J. R. F. (2006). Influência da estrutura de propriedade sobre a taxa de pagamento de dividendos das companhias abertas brasileiras. In: *Encontro nacional da associação nacional dos programas de pós-graduação em administração*, 30, 2006, Salvador. Anais eletrônicos. Salvador: ANPAD. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/10/enanpad2006-ficd-2274.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficd-2274.pdf)>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R. (1997). Do changes in dividends signal the future or the past? *Journal of Finance*, Vol. 52, No 03, pp. 1007-1034. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2329514?read-now=1&refreqid=excelsior%3A927039be59492d23369786ef908dcd4b&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2329514?read-now=1&refreqid=excelsior%3A927039be59492d23369786ef908dcd4b&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 10 jun. 2018.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/3003330?read-now=1&refreqid=excelsior%3Aacd43892d4df8df13e840552af8efa35&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3003330?read-now=1&refreqid=excelsior%3Aacd43892d4df8df13e840552af8efa35&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Biddle, G. C., Hilary, G., Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting & Economics (JAE)*. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=1146536>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Bishop, S. R., Harvey R., Crapp, R. W., Faff & Garry J. T. (2000). *Corporate Finance*. Prentice Hall Inc., 4a ed., Sydney.
- Black, F. (1976). The dividend puzzle. *The Journal of Portfolio Management*. Winter. Disponível em: <<http://www.fsegn.rnu.tn/documents/Dividend%20policy.pdf>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015). Corporate payout, cash retention, and the supply of credit: Evidence from the 2008–2009 credit crisis. *Journal of Financial Economics*. Elsevier. Vol. 115, No. 03, pp. 521–540. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v115y2015i3p521-540.html>>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Botoc, C., Pirtea, M. (2014). *Dividend payout-policy drivers: evidence from emerging countries, emerging markets finance & trade*, 50, pp. 2-19. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2753/REE1540-496X5004S407>>. Acesso em 12 out. 2018.

- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2008a). The effect of the may 2003 dividend tax cut on corporate dividend policy: empirical and survey evidence. *National Tax Journal*. Vol. 61, No. 03, pp. 381-396. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/ntj/journal/v61y2008i3p381-96.html>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2008b). Managerial response to the may 2003 dividend tax cut. *Financial Management*. Vol. 37, No. 04, pp. 611-624. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1755-053X.2008.00027.x>>. Acesso em 10 jun, 2019.
- Breusch, T. S., Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Journal of the econometric Society*. Vol. 47, No. 5, pp. 1287-1294. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/1911963?read-now=1&refreqid=excelsior%3A52e9c9fee064b785f92158f8c2161a2c&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1911963?read-now=1&refreqid=excelsior%3A52e9c9fee064b785f92158f8c2161a2c&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Brigham, E. F.; Houston, J. F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., Ehrhardt, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas.
- Brito, N., & Rietti, R. (1981). Efeito clientela, níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso de dividendos no mercado acionário brasileiro. *Revista de Administração*, 16 (1), pp. 33-46. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/19300/efeito-clientela--niveis-marginais-de-taxacao-e-eficiencia--o-caso-de-dividendos-no-mercado-acionario-brasileiro>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Bruni, A. L. (2002). *Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissoras de ADRs brasileiros no período de 1992-2001*. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, USP. São Paulo. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-31102003-203934/publico/tese.pdf>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Bruni, A. L., Famá, R., Firmino, A., Gama, A. (2003). *O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no brasil*. Anais do III Congresso USP de Controladoria e Contabilidade (Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo). Vol. 1. pp. 1-20. Disponível em: <[http://www.infnitaweb.com.br/albruni/artigos/a0307\\_CongUSPCont\\_dividendos.pdf](http://www.infnitaweb.com.br/albruni/artigos/a0307_CongUSPCont_dividendos.pdf)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Bueno, A. F. (2002). Os dividendos como estratégia de investimentos em ações. São Paulo: *Revista Contabilidade e Finanças*. USP, No. 28, p. 39-55, jan./abr. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34067>>. Acesso em 10 jun. 2018.

Chawla, G. (2008). Dividend policy decisions. *Journal of American Academy of Business*. Cambridge. Vol. 14 (1), pp. 42-47. Disponível em: <<http://www.jaabc.com/jaabcv14n1preview.html>>. Acesso em 12 out. 2018.

Chemmanur, T. J., Tian, X. (2012). "Preparing" the equity market for adverse corporate events: a theoretical analysis of firms cutting dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol. 47, No. 5, pp. 933-972. Disponível em: <<https://www.cambridge.org/core/journals/journal-of-financial-and-quantitative-analysis/article/preparing-the-equity-market-for-adverse-corporate-events-a-theoretical-analysis-of-firms-cutting-dividends/4D629C079A2471BE81E58E9EE208F4C7>>. Acesso em 15 de mar. 2019.

Chetty, R., Saez, E. (2010). Dividend and corporate taxation in an agency model of the firm. *American Economic Journal-Economic Policy* 2 (3). pp. 1-31. Disponível em: <<https://eml.berkeley.edu/~saez/chetty-saezAEJ10divtaxtheory.pdf>>. Acesso em 10 jul. 2019.

Comissão de Valores Mobiliários dos EUA. *1933 Act Complaice*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#secact1933>>. Acesso em 08 ago. 2018.

Comissão de Valores Mobiliários dos EUA. *1934 Act Complaice*. Disponível em <<https://www.nyse.com/publicdocs/nyse/regulation/nyse/sea34.pdf>>. Acesso em 08 ago. 2018.

Costa, J. V. M., Barbachan, J. S. F. (2001). *O comportamento das ações na data ex-dividendos e o efeito clientela no mercado acionário brasileiro*. XXXV Encontro da Anpad. Rio de Janeiro/RJ 04 a 07 de setembro de 2001. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN1167.pdf>>. Acesso em 12 out. 2018.

Coyle, R. J. (1995). *The handbook of american depository receipts*. New York - NY: McGraw-Hill.

Croissant, Y., Millo, G. (2008). Panel data econometrics in R: the PLM package. *Journal of Statistical Software*. Vol. 27 (2), pp. 1-43. Disponível em: <<https://www.jstatsoft.org/article/view/v027i02>>. Acesso em 10 jul. 2019.

Cruz, A. F. (2016). Assimetria informacional no contexto das finanças corporativas: determinantes e efeitos no contexto organizacional. REOESTE - *Revista de Economia do Centro-Oeste*, Goiânia. Vol. 2, no. 1, pp. 26-39. Disponível em: <<https://www.revistas.ufg.br/reoeste/article/view/42530>>. Acesso em 15 mar. 2019

Da Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *RAUSP - Revista de Administração*, Vol. 39, No. 4, pp. 348-361. Disponível em: <[http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num\\_artigo=1140](http://200.232.30.99/busca/artigo.asp?num_artigo=1140)>. Acesso em 12 out. 2018.

- Dai, Z., Shackelford, D. A., Zhang, H. H., & Chen, C. (2013). Does financial constraint affect the relation between shareholder taxes and the cost of equity capital? *Accounting Review*, 88 (5), pp. 1603-1627. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/23525997?seq=1>>. Acesso em 10 de jul. 2019.
- Damodaran, A. (2002). *Finanças corporativas aplicadas*. Porto Alegre: Bookman.
- Damodaran, A. (2007). *Avaliação de empresas*. 2a. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting & Economics*, 45 (1), pp. 2-26. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/jaecon/v45y2008i1p2-26.html>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Dasilas, A., Grose, C. (2019). Valuation effects of tax-free versus taxed cash distributions. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 63, Mai., 2019, pp. 307–321. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521918301820?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- De Camargos, M. A., Barbosa, F. V. (2006). *Emissão de ADRs, retorno acionário anormal e o comportamento das ações no mercado doméstico: evidências empíricas*. ENANPAD. Anais do 30º Encontro ANPAD, Salvador/BR. Disponível em: <[http://www.anpad.org.br/diversos/down\\_zips/10/enanpad2006-ficc-0346.pdf](http://www.anpad.org.br/diversos/down_zips/10/enanpad2006-ficc-0346.pdf)>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Decourt, R. F., Procianny, J. L. (2012). O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças* [Online], Rio de Janeiro, Vol. 10, no. 4, pp. 461-498. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/9474/o-processo-decisorio-sobre-a-distribuicao-de-lu--->>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Decreto-Lei n.º 1598, de 26 de dezembro de 1977*. (1977). Altera a legislação do imposto sobre a renda. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/Decreto-Lei/Del1598.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/Del1598.htm)>. Acesso em 10 jun. 2018.
- Desai, M. A., Dharmapala, D. (2011). Dividend taxes and international portfolio choice. *Review of Economics and Statistics*, vol. 93, no. 1, Fev., 2011, pp. 266–284. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1000680>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Dhillon, U. S., Johnson, H. (1994). The effect of dividend changes on stock and bond prices. *The Journal of Finance*, vol. 49, no. 1, pp. 281-189. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2329145?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2329145?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 12 out. 2018.

- Dhillon, U. S., Raman, K., Ramirez, G. O. (2003). Analyst's dividend forecasts and dividend signaling. *Social Science Research Network Eletronic Library, Working Paper*. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=420782](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=420782)>. Acesso em 10 de jul. 2019.
- Durbin, J., Watson, G. S. (1950). Testing for serial correlation in least squares regression. *Biometrika*, Vol. 37, Issue 3-4, pp. 409–428. Disponível em: <<https://academic.oup.com/biomet/article-abstract/37/34/409/176531/?redirectedFrom=fulltext>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Easterbrook, F. H. (1984). *Two agency-cost explanations of dividends*. *American Economic Review*, pp. 221-230. Disponível em: <[https://chicagounbound.uchicago.edu/journal\\_articles/7299/](https://chicagounbound.uchicago.edu/journal_articles/7299/)>. Acesso em 10 jun. 2018.
- Ellentuck, A. B. (2015). *Capitalizing on the lower dividend tax rate*. Disponível em: <https://www.thetaxadviser.com/issues/2015/nov/capitalizing-on-lower-dividend-tax-rate.html>. Acesso em 17 jun. 2019.
- Elton, E., Gruber, M., Blake, C. (2005). Marginal stockholder tax effects and ex-dividend-day price behavior: evidence from taxable versus nontaxable closed-end funds. *Review of Economics and Statistics*. vol. 87, no. 3, pp. 579-586. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/tpr/restat/v87y2005i3p579-586.html>>. Acesso em 10 jun. 2019.
- Elton, E. J., Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Rewiew of Economics & Statistics*. Vol. 52, no. 2, pp. 68-74. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~eelton/papers/70-feb.pdf>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Epstein, L. G., Schneider, M. (2008). Ambiguity, information quality, and asset pricing. *The Journal of Finance*. Vol. LXIII, no. 1. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.2008.01314.x>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Famá, E. F., French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, pp. 03-43. Disponível em: <[http://ecsocman.hse.ru/data/900/126/1231/fama\\_-\\_disappearing\\_dividends\\_2001.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/900/126/1231/fama_-_disappearing_dividends_2001.pdf)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Ferreira, J. A. S. (2001). *Gestão do Processo de emissão da America Depositary Receipts – ADR*. Disponível em: <<http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/10438/4112/1/000308113.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Fonseca, J. J. S. (2002). *Metodologia da pesquisa científica*. Fortaleza: UEC.

- Forti, C. A. B., Peixoto, F. M.; Alves, D. L. E. (2015). Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*. Vol. 26, No. 68, pp. 167-180. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/102357>>. Acesso em 12 de out. 2018.
- Fu, R.; Kraft, A.; Zhang, H. (2012). Financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 54, Issues 2–3, pp. 132–149. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/eee/jaecon/v54y2012i2p132-149.html>>. Acesso em 15 de mar. 2019.
- Garcia, A. L.G., Bugarin, M. S. (2001). Incentivos para os administradores de companhias estatais: o papel dos dividendos mínimos obrigatórios e o desenho ótimo de salários. In: *Encontro Brasileiro de Finanças*. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/1EBF/paper/view/1724>>. Acesso em 11 jun. 2018.
- Gil, A. C. (1999). *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5a. ed. São Paulo: Atlas.
- Gitman, L. J. (2002). *Princípios de administração financeira*. 7a. ed. São Paulo: Harbra.
- Godoy, L. G. (1996). Misspecification tests in econometrics. *Journal of Statistical Planning and Inference*. Vol. 49, no. 2, Jan., 1996, pp. 241-260. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0378375895000399>>. Acesso em 12 out. 2018.
- Gonzalez, P. G. (1998). As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos da Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras*. São Paulo, vol. 10, No. 19, pp. 70-81. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/cest/n19/n19a06.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Gordon, M.; Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: the required rate of profit. *Management Science*. Hanover, vol. 3, No. 01, pp. 102-110. Disponível em: <<https://ideas.repec.org/a/inm/ormnsc/v3y1956i1p102-110.html>>. Acesso em 10 jun 2018.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends: earnings and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*. Cambridge, Vol. 41, No. 2, Parte 1, pp. 99-105, Mai. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/1927792?read-now=1&refreqid=excelsior%3Af107c097e981fadfef8303add8cf771c&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1927792?read-now=1&refreqid=excelsior%3Af107c097e981fadfef8303add8cf771c&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal investment and financing policy. *The Journal of Finance*. New York: The American Finance Association, vol. 18, No. 2, pp. 264-272. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2977907?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2977907?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 10 jun. 2018.

- Guenther, D. A., Sansing, R. (2006). Fundamentals of shareholder tax capitalization. *Journal of Accounting and Economics*. Fev., 2006, pp. 371-383. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/4962346\\_Fundamentals\\_of\\_Shareholder\\_Tax\\_Capitalization](https://www.researchgate.net/publication/4962346_Fundamentals_of_Shareholder_Tax_Capitalization)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Gusmão, I. B., Garcias, P. M. (2008). Análise dos custos de transação, das oportunidades de arbitragem e da eficiência de mercado nas empresas brasileiras emissoras de ADR. In: *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, Vol. 5, pp. 125-141. Disponível em: <<https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos82008/158.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Ha, C. Y., Im, H. Jo., Kang, Y. (2017). Sticky dividends: a new explanation. *Finance Research Letters*. Vol. 23, Nov., 2017, pp. 69–79. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612317300338?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Handjinicolaou, G., Kalay, A. (1984). Wealth redistribution or changes in firm value: analysis of returns to bondholders and stockholders around dividend announcements. *Journal of Financial Economics*. No. 13, pp. 15-63. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X8490031X>>. Acesso em 12 out. 2018.
- Hanlon, M., Hoopes J. L. (2014). What do firms do when dividend tax rates change? An examination of alternative payout responses. *Journal of Financial Economics*. pp. 105-124. Disponível em: <<https://isiarticles.com/bundles/Article/pre/pdf/41686.pdf>>. Acesso em 15 dez. 2018.
- Harakeh, M., Lee, E., Walker, M. (2019). The effect of information shocks on dividend payout and dividend value relevance. *International Review of Financial Analysis*. Vol. 61, Jan., 2019, pp. 82–96. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521918305544?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46 (1), pp. 297-355. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03753.x>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Herron, R., Platt, K. (2020). World dividends and tax shocks. *Global Finance Journal*. Fev., 2020. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1044028319302303?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Heyman, T., Gilly-Craig, M. (1995). Latin American ADRs. In: *The McGraw-Hill Handbook of American Depositary Receipts*.

- Hocking, R. R. (1983). Developments in Linear Regression Methodology: 1959–1982, *Technometrics*, 25:3, pp. 219-230. Disponível em: <<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/00401706.1983.10487871>>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Holanda, A. P., Coelho, A. C. D. (2012). Dividendos e efeito clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas - RAE*. vol. 52, No. 4. São Paulo, Jul/Ago. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-75902012000400007](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-75902012000400007)>. Acesso em 15 ago. 2018.
- Holthausen, R. (2003). Testing the relative power of accounting standards versus incentives and other institutional features to influence the outcome of financial reporting in an international setting. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 36, pp. 271-283. Disponível em: <[https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1090&context=accounting\\_papers](https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1090&context=accounting_papers)>. Acesso em 11 nov. 2018.
- Instrução Normativa SRF n.º 012, de 10 de fevereiro de 1999*. (1999). Dispõe sobre os juros pagos ou creditados a título de remuneração do capital próprio, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=13034>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Instrução Normativa SRF n.º 011, de 21 de fevereiro de 1996*. (1996). Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1996. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <<http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?visao=anotado&idAto=13034>>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Iquiapaza, R., Lamounier, W., Amaral, H. (2006). Assimetria de informações e pagamento de proventos na Bovespa. *University Library of Munich*. Disponível em: <[https://mpr.ub.uni-muenchen.de/1673/1/MPRA\\_paper\\_1673.pdf](https://mpr.ub.uni-muenchen.de/1673/1/MPRA_paper_1673.pdf)>. Acesso em 18 ago. 2018.
- IOB Thomson. (2005). *Anuário mapa fiscal*. Tabelas práticas e instruções. São Paulo: IOB. Disponível em: <<https://issuu.com/editorasintese/docs/anuario-2015>>. Acesso em 17 jun. 2018.
- Jensen, M. C.; Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior. Agency costs and ownweship structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4, pp. 305-360. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X7690026X?via%3Dihub>>. Acesso em 17 jun. 2018.
- Jensen, M. C.; Smith Jr, C. W. (1984). *The Modern Theory of Corporate Finance*. 2a. ed. EUA: McGraw-Hill Series in Finance.

*Jobs and growth tax relief reconciliation act* ou lei de reconciliação do auxílio fiscal para o emprego e crescimento (JGTRRA) ditada pela Lei Pública 108-27 de 28 de maio de 2003. (2003). Estados Unidos da América. Disponível em: <<https://www.congress.gov/108/plaws/publ27/PLAW-108publ27.htm>>. Acesso em 15 mar. 2019.

John, K., Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium. *The Journal of Finance*. Vol. 40, No. 4, Set. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/john%20and%20williams%201985.pdf>>. Acesso em 17 jun. 2018.

Klein, O. T., Peters, S. (2002). Debt vs. equity and asymmetric information: a review. *The Financial Review*, vol. 37, pp. 317-350. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/1540-6288.00017>>. Acesso em 17 mar. 2019.

Knott, A. M. (2019). *Why the tax cuts and jobs act (TCJA) led to buybacks rather than investment*. Disponível em: <<https://www.forbes.com/sites/annemarielknott/2019/02/21/why-the-tax-cuts-and-jobs-act-tcja-led-to-buybacks-rather-than-investment/#514c292337fb>>. Acesso em 17 jun. 2019.

Jacob, M., Jacob, M. (2013). Taxation, dividends, and share repurchases: taking evidence global. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 48 (4): pp. 1241–1269. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/43303839?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/43303839?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 07 mai. 2018.

Lamyaa, R., Karima, T. (2017). Dividend policy and taxation: a review. *International Journal of Economics, Commerce and Management*. Vol. V, Issue 3, United Kingdom, Mar., 2017, pp. 82-94. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/322622503\\_DIVIDEND\\_POLICY\\_AND\\_TAXATION\\_A\\_REVIEW](https://www.researchgate.net/publication/322622503_DIVIDEND_POLICY_AND_TAXATION_A_REVIEW)>. Acesso em 12 abr. 2020.

La Porta, R., Silanes, F. L., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*. pp. 1-33. Disponível em: <[https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30747163/Agency\\_Problems.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/30747163/Agency_Problems.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>. Acesso em 18 ago. 2018.

*Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. (1976). Dispõe sobre sociedades por ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm)>. Acesso em 18 ago. 2018.

*Lei n.º 7.713, de 22 de dezembro de 1988*. (1988). Altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l7713.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7713.htm)>. Acesso em 15 mai. 2018.

*Lei n.º 8.383, de 30 de dezembro de 1991.* (1991). Institui a Unidade Fiscal de Referência, altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L8383.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8383.htm)>. Acesso em 15 mai. 2018.

*Lei n.º 8.981, de 20 de janeiro de 1995.* (1995). Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1995/lei-8981-20-janeiro-1995-374786-norma-pl.html>>. Acesso em 27 abr. 2018.

*Lei n.º 9.249, de 26 de dezembro de 1995.* (1995). Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido e dá outras providências. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9249.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9249.htm)>. Acesso em 15 mai. 2018.

*Lei n.º 9.532, de 10 de dezembro de 1997.* (1997). Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <[https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=7353CB5F4A79895401BC121DD8D52FA2.proposicoesWebExterno2?codteor=191290&filename=LegislacaoCitada+-PL+2780/2003](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=7353CB5F4A79895401BC121DD8D52FA2.proposicoesWebExterno2?codteor=191290&filename=LegislacaoCitada+-PL+2780/2003)>. Acesso em 27 abr. 2018.

*Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001.* (2001). Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10303.htm)>. Acesso em 18 ago. 2018.

*Lei n.º 13.259, de 16 de março de 2016.* (2016). Dispõe acerca da incidência de imposto sobre a renda na hipótese de ganho de capital em decorrência da alienação de bens e direitos de qualquer natureza e opção de tributação de empresas coligadas no exterior na forma de empresas controladas. Diário Oficial da União. Brasília, DF. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2016/lei-13259-16-marco-2016-782560-norma-actualizada-pl.html>>. Acesso em 18 ago. 2018.

Leland, H. E., Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *The Journal of Finance*. Vol. 32, No. 2, Papers and Proceedings of the Thirty-Fifth Annual Meeting of the American Finance Association, Atlantic City, New Jersey, Set., 16-18, pp. 371-387. Disponível em: <<https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phdfincorp/MF891%20papers/Leland%20and%20Pyle%201975.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2019.

Lima, M. E. *Dupla negociação e arbitragem entre ações e ADRs de empresas brasileiras: Uma análise empírica.* (2005). Brasília: UnB. Disponível em: <[http://ppgcont.unb.br/images/PPGCCMULTI/mest\\_dissert\\_078.pdf](http://ppgcont.unb.br/images/PPGCCMULTI/mest_dissert_078.pdf)>. Acesso em 23 mai. 2019.

- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends retained earnings, and taxes. *American Economic Review*. Menasha: The American Economic Association. vol. 46, No. 2, pp. 97-113. Disponível em: <[http://ecsocman.hse.ru/data/890/126/1231/lintner\\_1956.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/890/126/1231/lintner_1956.pdf)>. Acesso em 10 mar. 2018.
- Lintner, J. (1962). Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. *The Review of Economics and Statistics*. Vol. 44, No. 3. pp. 243-269. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/1926397?read-now=1&refreqid=excelsior%3A72178af1cb3526a3cc24b44227d1a671&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/1926397?read-now=1&refreqid=excelsior%3A72178af1cb3526a3cc24b44227d1a671&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 10 jun. 2018.
- Litzenberger, R. H., Ramaswamy, K. (1982). The Effects of Dividends on Common Stock Prices Tax Effects or Information Effects? *The Journal of Finance*. Vol. 37, No. 2, Washington, D.C., Dez, 28-30, pp. 429-443. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2327346?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2327346?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 12 out.2018.
- Licht, A. N. (2003). Cross-listing and corporate governance: bonding or aoiding? *Chiagado Journal of International Law*. vol. 4, n. 1, p. 141-163, 2003. Disponível em: <<https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=1200&context=cjil>>. Acesso em 10 jul 2019.
- Loss, L., Sarlo Neto, A. (2003). Política de dividendos, na prática, é importante? *Revista Contabilidade & Finanças*. Universidade de São Paulo. São Paulo: Comemorativa. Ano XIV, pp. 39-53. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/34106>>. Acesso em 12 out. 2018.
- Malekpourkolbadinejad, S. (2019). *Corporate events and stock price reactions: the impact of investor sentiment*. Tese (Doutorado). University of Surrey. Dez., 2019. Disponível em: <<http://epubs.surrey.ac.uk/853223/>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Marques, M. C., Conde, M. F. T. (2000). Teoria da sinalização e agência. *Revisores & Companhias*, jul./set.
- Martins, A. I., Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos. *Revista de Administração de empresas*. Vol. 5, N. 1, fev., 2012, pp. 42-39. Disponível em: <<https://rae.fgv.br/rae/vol52-num1-2012/que-revelam-estudos-realizados-no-brasil-sobre-politica-dividendos>>. Acesso em 10 jul 2018.
- Marschak, J. (1954). Towards an economic theory of organization and information. *Decision Processes*. John Wiley. Disponível em: <[https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-94-010-9278-4\\_3](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-94-010-9278-4_3)>. Acesso em 18 jun. 2019.
- Miller, M., Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*. pp. 1031-1051. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>>. Acesso em 15 mar. 2019.

- Miller, M. H., Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433. Out. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2351143?read-now=1&refreqid=excelsior%3A2c62bc5d21fdb93b587b7ff71a5ea044&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2351143?read-now=1&refreqid=excelsior%3A2c62bc5d21fdb93b587b7ff71a5ea044&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 18 ago. 2018.
- Miller, M. H., Scholes, M. S. (1982). Dividends and taxes: some empirical evidence. *The Journal of Political Economy*, 90 (6). pp. 1118–1141. Disponível em: <[http://ecsocman.hse.ru/data/887/126/1231/miller\\_scholes\\_-\\_dividends\\_1982.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/887/126/1231/miller_scholes_-_dividends_1982.pdf)>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Miles, J. (2014). *R squared, adjusted R squared*. Wiley StatsRef: Statistics Reference Online. Disponível em: <<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1002/9781118445112.stat06627>>. Acesso em 19 jun. 2018
- Mota, S. L., Martins, O. S. (2018). *MFC196 - Dividendos e reação do mercado: uma análise sob o enfoque das teorias da sinalização e do fluxo de caixa livre*. XII Congresso Anpcont, 09 a 12 de junho de 2018. Disponível em: <[http://www.anpcont.org.br/pdf/2018\\_MFC196.pdf](http://www.anpcont.org.br/pdf/2018_MFC196.pdf)>. Acesso em 19 jun. 2018
- Myers, S. C., Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions: when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. vol. 13, No. 2, pp. 187-221. Disponível em: <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.334.7154&rep=rep1&type=pdf>>. Acesso em 29 jul. 2019
- Murray, R. E. (1995). Instruments of international finance: the history of ADRs. In: *The McGraw-Hill Handbook of American Depositary Receipts*.
- Novis, N., Jorge, A., Saito, R. (2002). *Dividend yields e persistência de retornos anormais das ações: evidência do mercado brasileiro*. São Paulo: EAESP/FGV, 2002. 66 p. (Dissertação de Mestrado apresentada no Curso de Pós-Graduação da EAESP/FGV). Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/4984>> . Acesso em 19 jun. 2018
- Nyse - *Listagens Internacionais*. Disponível em <<https://www.nyse.com/listings/international-listings#documents>>. Acesso em 29 jul. 2019
- Paiva, J. F. M., Ribeiro, K. C. S. & Fodra, M. (2016). Governança corporativa e a distribuição de dividendos no setor bancário brasileiro. *Revista Espacios*. 37 (25). Disponível em: <<https://www.revistaespacios.com/a16v37n25/16372507.html>>. Acesso em 19 jun. 2018
- Petkova, K. (2020). Withholding tax rates on dividends: symmetries vs. asymmetries in double tax treaties. *WU International Taxation Research Paper*. Vienna University of Economics and Business. No. 2020-02, Fev., 2020. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3538234](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3538234)>. Acesso em 12 abr. 2020.

- Pinheiro, J. L. (2006). *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 3. ed. São Paulo: Atlas.
- Polit, D. F., Beck, C. T., Hungler, B. P. (2004). *Fundamentos de pesquisa em enfermagem*. 5a. ed. Porto Alegre (RS): Artmed.
- Procianoy, J. L., Caselani, C. N. (1997). Emissão de ações: fonte de crescimento ou redutora do risco financeiro? *Revista Brasileira de Administração Contemporânea*. Anais do 19º Encontro Nacional da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração. Rio de Janeiro. vol. 1, No. 2, pp. 175-191. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/18442/a-emissao-de-aco-es-como-fonte-de-crescimento-ou-como-fator-de-reducao-do-risco-financeiro--resultados-empiricos>>. Acesso em 22 ago. 2018.
- Procianoy, J. L., Poli, B. T. C. (1993). A Política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista de Administração de Companhias*, vol. 33, No. 4, jul/ago. Disponível em: <<https://www.fgv.br/rae/artigos/revista-rae-vol-33-num-4-ano-1993-nid-44294/>>. Acesso em 19 jun. 2018.
- Procianoy, J. L. (1996). Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, vol. 31, No. 2, pp. 7-18. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/18475/dividendos-e-tributacao--o-que-aconteceu-apos-1988-1989>>. Acesso em 15 mai. 2018.
- Procianoy, J. L., Snider, H. K. (1994). *Tax changes and dividend payouts: in shareholders' wealth maximized in Brasil?* In: THE EUROPEAN FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION'S 4TH ANNUAL CONFERENCE, London, 29th. 32 p.
- Procianoy, J. L., Verdi, R. S. (2009). Dividends clientele, new insights and new questions: the Brazilian case. *RAE electron*. Vol. 8, No. 1, São Paulo Jan./Jun., 2009. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1676-56482009000100002](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1676-56482009000100002)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Prodanov, C. C., Freitas, E. C. (2013). *Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. Disponível em: <<http://www.feevale.br/Comum/midias/8807f05a-14d0-4d5b-b1ad-1538f3aef538/E-book%20Metodologia%20do%20Trabalho%20Cientifico.pdf>>. Acesso em 12 jul. 2019.
- Romon, F. (1998). Contribution of dividend policy stability to the measurement of dividend announcement and ex-dividend effects on the French market. *Working Paper*. França: Université de Valenciennes. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/228254139\\_Contribution\\_of\\_Dividend\\_Policy\\_Stability\\_to\\_the\\_Measurement\\_of\\_Dividend\\_Announcement\\_and\\_Ex-Dividend\\_Effects\\_on\\_the\\_French\\_Market/link/5a2139ed0f7e9b10b972ca5a/download](https://www.researchgate.net/publication/228254139_Contribution_of_Dividend_Policy_Stability_to_the_Measurement_of_Dividend_Announcement_and_Ex-Dividend_Effects_on_the_French_Market/link/5a2139ed0f7e9b10b972ca5a/download)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Ross, S. A., Westerfield, R.W., Jaffe, J. F. (2002). *Administração financeira*. São Paulo: Atlas.

- Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach stephen ross bell. *Journal of Economics*, vol. 8, issue 1, pp. 23-40. Disponível em <[https://econpapers.repec.org/article/rjebellje/v\\_3a8\\_3ay\\_3a1977\\_3ai\\_3aspring\\_3ap\\_3a23-40.htm](https://econpapers.repec.org/article/rjebellje/v_3a8_3ay_3a1977_3ai_3aspring_3ap_3a23-40.htm)>. Acesso em 12 out. 2018.
- Ryan, D. E., Kim, C. H., Murray; J. B., Adams, C. J., Stockley, P. G., Abelson, J. (2004). *New tertiary constraints between the RNA components of active yeast spliceosomes: A photo-crosslinking study*. Disponível em: <<https://rnajournal.cshlp.org/content/10/8/1251.full.pdf+html>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Santos, J. F., Galvão, K. S. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista. FAE*, Curitiba, Vol. 18, No. 1, p. 52 - 69, jan./jun., 2015. Disponível em: <<https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31/31>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Sanvicente, A. Z. (2012). Problemas de estimação de custo de capital de empresas concessionárias no Brasil: uma aplicação à regulamentação de concessões rodoviárias. *Revista Adm. São Paulo*, Vol. 47, No. 1, p. 81-95, jan./fev./mar. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rausp/v47n1/v47n1a06>>. Acesso em 12 out. 2018.
- Securities and Exchange Commission [SEC]. *SEC charges mizuho securities usa with misleading investors by obtaining false credit ratings for CDO*. Disponível em: <<https://www.sec.gov/news/press-release/2012-2012-139htm>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Schmidheiny, K. (2018). *Panel data: fixed and random effects*. Universität Based. Disponível em: <<https://www.schmidheiny.name/teaching/panel2up.pdf>>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Shieh, G G. (2008). *Improved shrinkage estimation of squared multiple correlation coefficient and squared cross-validity coefficient*. Vol. 11, pp. 387-407. Disponível em: <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/1094428106292901>>. Acesso em 12 jan. 2019.
- Sikes, S. A.; Verrecchia, R. E. (2015). Dividend tax capitalization and liquidity. *Review of Accounting Studies*. Pp. 1334–1372. Disponível em: <[https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1113&context=accounting\\_papers](https://repository.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1113&context=accounting_papers)>. Acesso em 10 jul 2019.
- Silva, E. L., Menezes, E. M. (2005). *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. Disponível em: <[https://projetos.inf.ufsc.br/arquivos/Metodologia\\_de\\_pesquisa\\_e\\_elaboracao\\_de\\_teses\\_e\\_dissertacoes\\_4ed.pdf](https://projetos.inf.ufsc.br/arquivos/Metodologia_de_pesquisa_e_elaboracao_de_teses_e_dissertacoes_4ed.pdf)>. Acesso em 10 jul. 2019.
- Silveira, D. T., Córdova, F. P. (2009). A pesquisa científica. In: Gerhardt, T. E., Silveira, D. T. (Orgs). *Métodos de Pesquisa*. Porto Alegre, RS: Editora da UFRGS, pp. 31-42. Disponível em: <<http://www.ufrgs.br/cursopgdr/downloadsSerie/derad005.pdf>>. Acesso em 10 jul. 2019.

- Silveira, H. P. (2008). *Dupla listagem e estrutura de capital: uma análise das empresas brasileiras emissoras de ADRs*. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-14052008-110043/pt-br.php>>. Acesso em 23 mai. 2019.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, p. 355-374. Disponível em: <<https://msu.edu/~conlinmi/teaching/EC860/signallingscreening/SpenceQJE1973.pdf>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Stigler, G. J. (1961). The economics of information. *The Journal of Political Economy*. Vol. 69, No. 3, pp. 213-225. Disponível em: <<https://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>>. Acesso em 18 jun. 2019.
- Tanushev, C. (2016). Theoretical models of dividend policy. *Economic Alternatives*. Issue 3, Set., 2016, pp. 299-316. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/309732173\\_Theoretical\\_Models\\_of\\_Dividend\\_Policy](https://www.researchgate.net/publication/309732173_Theoretical_Models_of_Dividend_Policy)>. Acesso em 12 abr. 2020.
- Tax cuts and jobs act* ou lei do recorte de impostos e empregos (TCJA), registrada como Lei Pública 115-97. (2017). Estados Unidos da América. Disponível em: <<https://www.congress.gov/115/plaws/publ97/PLAW-115publ97.htm>>. Acesso em 15 mar. 2019.
- Teixeira, B. R., Prado, M. F., Ribeiro, K. C. S. (2011). *Um estudo da teoria de modigliani-miller através do caso de empresas brasileiras: analisando a irrelevância da estrutura de capitais*. FACEF Pesquisa, Franca, vol. 14, No. 1, p. 67-79, jan./fev./mar./abr. Disponível em: <<http://periodicos.unifacsf.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/267/259>>. Acesso em 17 jun 2019.
- Triviños, A. N. S. (1987). *Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação*. São Paulo: Atlas.
- Tsai, H. J., Wu, Y. (2015). Bond and stock market response to unexpected dividend changes. *Journal of Empirical Finance*. Vol. 30, Jan., 2015, pp. 1–15. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927539814000991?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.
- USLEGAL. *Dividend Law and Legal Definition*. (2019). Disponível em: <<https://definitions.uslegal.com/d/dividend/>>. Acesso em 29 jul. 2019.
- Vanci, D.; Procianny, J. L. (2014). Dividendos: a vontade de pagar, ou não, das empresas brasileiras de capital aberto. In: *Encontro brasileiro de finanças*. Anais. Recife: Sociedade Brasileira de Finanças. Disponível em: <<http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4561.pdf>>. Acesso em 10 dez. 2014.

- Velli, J. (1993). American depository receipts: an overview. *Fordham International Law Journal*. Vol. 17, Issue 5 1993, Art. 6. Disponível em: <<https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=https://www.google.com/&httpsredir=1&article=2537&context=ilj>>. Acesso em 15 mar. 2019
- Verdi, R. (2012). Discussion of financial reporting frequency, information asymmetry, and the cost of equity. *Journal of Accounting & Economics (JAE)*, Forthcoming. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2118815>>. Acesso em 13 abr. 2018.
- Viana Junior, D. B. C., Ponte, V. M. R. (2016). Políticas de dividendos: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e norte-americanas. *Revista Universo Contábil*. 12 (1), pp. 25-44. Disponível em: <<https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/4900>>. Acesso em 22 mai. 2019.
- Yin, R. K. (2001). *Estudo de caso: planejamento e métodos*. Porto Alegre: Bookman.
- Watts, R. (1973). The information content of dividends. *Journal of Business*. Spokane, Vol. 46, No. 2, pp. 191-211. Disponível em: <[https://www.jstor.org/stable/2351363?read-now=1&seq=1#page\\_scan\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2351363?read-now=1&seq=1#page_scan_tab_contents)>. Acesso em 15 de mar. 2019
- White, H. (1980). A heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Journal of the econometric Society*. Vol. 48, No. 4, pp. 817-838. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1912934?seq=1>>. Acesso em 10 mai. 2019.
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- Zhang, D. (2018). CEO dividend protection. *Journal of Empirical Finance*. Vol. 45, Jan., 2018, pp. 194–211. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927539817300968?via%3Dihub>>. Acesso em 12 abr. 2020.