

---

# Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989

---

*Jairo Laser Procianoy*

A extensa literatura relativa à influência da tributação sobre a política de dividendos das empresas indica as diferentes interpretações sobre o tema. Alguns autores defendem a idéia de que a tributação pode influenciar tanto as decisões dos gestores quanto o nível de pagamento de dividendos, como também o desejo dos investidores de comprar determinadas ações, dependendo da política de dividendos adotada pelas empresas. Outros opõem-se a essa interpretação e um terceiro grupo de autores explica que, devido a táticas aplicáveis por parte dos investidores para reduzir seus impostos, é muito difícil verificar a importância da tributação nas decisões corporativas de distribuição de dividendos e nas decisões dos investidores.

Os aspectos divergentes com relação ao tema são forte indicativo da pertinência do aprofundamento da questão. Assim, e devido às modificações tributárias ocorridas no Brasil entre 1988 e 1989, que deixaram de tributar a distribuição de dividendos (23% sobre os dividendos pagos, retidos na fonte, até 1988) e passaram a tributar os ganhos de capital (25% sobre os ganhos incorridos na diferença entre o preço de venda e o preço de compra corrigido monetariamente, a serem pagos no mês seguinte após a venda, de 1990 a 1993), o cenário brasileiro forma um ótimo lastro para testar a ocorrência — ou não — de modificações na política de distribuição de dividendos das companhias abertas, cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

A atitude esperada por parte dos gestores seria de aumento nos níveis de pagamento dos dividendos do período pós-mudanças na tributação com relação ao anterior.

A atitude tomada pelos gestores dessas companhias como resultante da modificação tributária brasileira mostrará o seu desejo de maximizar a riqueza de seus acionistas. A maximização desta riqueza será diretamente proporcional à atração de novos investidores e, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Caso seja verificado que a atitude dos gestores não é coerente com a maximização da riqueza de seus acionistas, estar-se-ia diante de um conflito de agência real entre os tomadores de decisão das empresas e seus acionistas. Como no Brasil os tomadores de decisão são os acionistas

Recebido em julho/95

---

*Jairo Laser Procianoy*, Mestre em Administração pelo Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) e Doutor em Administração pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FEA) da Universidade de São Paulo (USP), é Professor Doutor do Departamento de Administração da FEA/USP, Professor Adjunto do Departamento de Administração da FCE/UFRGS, Pesquisador da Fapergs e do CNPq, Consultor de Empresas e Diretor da JLP Consultoria e Participações S/C Ltda.

Fax: (051) 330-8957

E-mail: jlprocia@usp.br

controladores e os gestores — quando não são os mesmos personagens — poder-se-ia dizer que o conflito ocorrerá entre os acionistas majoritários e os minoritários.

Este momento de modificação tributária é ímpar no cenário mundial, pois apresenta duas posições completamente antagônicas, antes e depois das reformas tributárias, formando o cenário ideal para a verificação que se propõe neste trabalho.

A relevância do tema é indiscutível, especialmente no momento em que as empresas tentam atrair a maior quantidade possível de investidores estrangeiros. A busca de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro passa por sua globalização, na qual investidores mais exigentes irão avaliar as atitudes dos gestores financeiros na busca — ou não — da maximização de suas riquezas.

***Será demonstrado terem os controladores forte incentivo para reter a maior parcela possível dos lucros de suas empresas, sem distribuí-los, mesmo que isto venha a prejudicar a maximização da riqueza dos acionistas em geral.***

A economia fiscal possibilitada aos investidores como decorrência de uma política de distribuição de resultados a ser praticada pelas empresas é, no mínimo, a garantia de recursos que serão desviados da tributação para permanecerem no mercado de capitais. Na economia brasileira, em que as poupanças internas são muito escassas, é muito importante poder reduzir o fluxo de recursos da tributação para o mercado acionário e também uma das formas de buscar o seu crescimento.

Efeitos como a valorização do preço das ações e conseqüente queda no custo de capital para as empresas poderão resultar na aceitação de grande número de novos projetos de investimentos que de outra forma não seriam admitidos. A resultante seria o crescimento da economia como um todo e o desenvolvimento da nação. O círculo vicioso da falta de recursos para que o País ultrapasse a barreira do subdesenvolvimento poderia começar a ser quebrado com atitudes que dependem tão-somente da vontade dos gestores financeiros das empresas.

Na primeira parte deste trabalho será focalizado o problema, ou seja, verificada a existência de um conflito de

agência nas empresas brasileiras através do estudo do incremento — ou não — no nível de dividendos pagos pelas empresas após as modificações tributárias ocorridas entre 1988 e 1989. A seguir, discorrer-se-á sobre as características legais que envolvem a distribuição de dividendos no Brasil. Após, será proposta uma metodologia que norteará os testes a serem realizados, a amostra utilizada, o medidor e o instrumental utilizados. Finalizando, em seqüência à apresentação dos resultados obtidos, serão apontadas as possíveis explicações para as atitudes dos gestores e concluída a análise do problema proposto.

## **O PROBLEMA**

Neste trabalho objetiva-se demonstrar o conflito de agência existente entre os controladores/gestores das empresas brasileiras — cujas ações são negociadas em bolsas de valores — e os seus acionistas minoritários.

O conflito de agência definido por Jensen & Meckling (1976) sugere duas possibilidades: entre acionistas e credores e entre acionistas e gestores. No caso brasileiro, por haver semelhança entre os acionistas majoritários e os gestores, propõe-se a versão adaptada do conflito: entre controladores/gestores e minoritários.

O instrumento de medida desse conflito de agência será a política de distribuição dos resultados das empresas, por ser um elemento que tem recebido pouca importância por parte dos gestores das empresas e pela existência de uma modificação radical na política fiscal de tributação.

Será demonstrado terem os controladores forte incentivo para reter a maior parcela possível dos lucros de suas empresas, sem distribuí-los, mesmo que isto venha a prejudicar a maximização da riqueza dos acionistas em geral.

A retenção dos recursos pelo acionista controlador na empresa representa redução do risco financeiro, menor alavancagem financeira, mais capital próprio ou menor quantidade de recursos de terceiros. Representa também possibilidade de recursos para o crescimento da empresa beneficiando a todos, em especial ao controlador, que terá poder de decisão sobre quantidade maior de recursos.

Devido à possibilidade, expressa em lei, de emissão de até 2/3 do capital total em ações sem direito a voto — conseqüentemente, para a detenção do controle da empresa são necessários tão-somente 16,7% do capital total —, pode-se verificar que a distribuição de dividendos, neste caso, será na proporção de \$ 1 para o controlador e \$ 5 para os demais acionistas. No entanto, caso tal montante seja retido pela companhia, o controlador terá poder sobre o volume total de recursos, ou seja, \$ 6.

Inversamente ao imaginado, quando a situação econômico-financeira das empresas não se apresenta favorável, em geral verifica-se acréscimo no nível dos dividendos pagos, cuja explicação será única e exclusivamente o interesse desses mesmos acionistas controladores em sinalizar que os tempos difíceis irão passar e o fraco desempenho é momentâneo.

O benefício em distribuir dividendos e, caso necessário, voltar a captá-los via emissão particular de ações, já foi demonstrado por Prociány & Poli (1993). Os autores apresentam ampla revisão da teoria da política de distribuição dos dividendos e a influência da tributação para seus recebedores e sobre os ganhos de capital. Também são citados os diversos autores que testaram, em outros ambientes, essas influências.

Poli (1993), por sua vez, testou a proposta anteriormente formulada em 21 empresas no período entre 1987 e 1992, não encontrando evidências de que a mesma havia sido seguida pelos gestores das empresas estudadas.

#### ASPECTOS LEGAIS DA DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS NO BRASIL

De acordo com a Lei nº 6.404, art. 202 (1976), o dividendo mínimo obrigatório é de 50% do lucro líquido ajustado como dividendos em dinheiro. A companhia poderá ter outra porcentagem do lucro líquido ajustado como base para distribuição, desde que tal porcentagem esteja expressa no seu estatuto. Quando o estatuto social for omissivo e a assembléia geral deliberar a introdução de norma sobre a matéria, o dividendo mínimo obrigatório nunca poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado.

Cabe lembrar que a exigência de no mínimo 25% do lucro líquido ajustado ser pago na forma de dividendos aos acionistas era condição estabelecida pelo antigo BNDE — atualmente Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) —, para participar como acionista das companhias que solicitavam o seu apoio como ajuda financeira.

Após três exercícios sociais sem pagamento de dividendos, as ações preferenciais passam a ter direito de voto nas assembléias ordinárias e extraordinárias da companhia. Tal direito não converte as ações preferenciais em ordinárias; tão-somente dá o direito de voto às primeiras enquanto perdurar o não-pagamento de dividendos em dinheiro, após o quê as ações preferenciais perdem esse direito.

O conceito de lucro líquido ajustado, base de cálculo dos dividendos a serem distribuídos, refere-se ao lucro líquido após o imposto de renda, menos alguns ajustes, conforme a Lei nº 6.404/76, art. 202, já citada. Esses ajustes irão reduzir a base de cálculo dos dividendos a

serem pagos. Embora a legislação apresente as contas que devem — ou não devem — fazer parte de tais ajustes, existe alguma divergência sobre o tema<sup>(1)</sup>. Decorrente desta circunstância, os ajustes podem ser utilizados pelas empresas para pagar menores dividendos. Elas escolherão a aplicação — ou não — das contas dúbias caso desejem pagar dividendos maiores ou menores aos seus acionistas.

Como exemplo pode-se supor a existência de uma empresa *holding* pura, sem receitas oriundas de qualquer outra fonte a não ser a equivalência patrimonial referente às suas subsidiárias. Esta empresa não terá a obrigação de pagar qualquer montante na forma de dividendos aos seus acionistas, pois a equivalência patrimonial é uma das contas de ajuste do lucro líquido; conseqüentemente, o lucro líquido ajustado será zero, não havendo base de cálculo para pagamento de dividendos.

Embora exista a exigência legal de distribuição mínima de dividendos, como já mencionado, encontram-se várias companhias com taxa de distribuição variada — a razão entre dividendo pago por ação e lucro por ação, denominado de *payout* — quando se coloca a mesma metodologia de cálculo para todas as empresas da amostra. Na tabela 1, que apresenta a análise estatística sumária do *payout* das empresas pertencentes à amostra no período estudado — entre 1987 e 1992 —, tal fato pode ser constatado. A tabela 2 indica o número total de empresas cujo *payout* é inferior a 25% do lucro líquido ajustado ao longo dos anos estudados, variando de 26 casos em 1987 (representando 61,90% do total), para 11 casos em 1992 (28,95%). Estes baixos *payouts* refletem a pouca disposição das empresas para pagar dividendos aos seus acionistas.

Tabela 1

#### Análise Estatística Sumária do Payout entre 1987 e 1992

Item	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Número de empresas	42	42	42	42	42	38
Número de empresas com @	1	—	1	3	13	3
Menor	0,07	0,11	0,02	0,08	0,06	0,09
Maior	1,78	1,76	2,35	3,15	7,87	2,66
Média	0,29	0,35	0,33	0,36	0,64	0,45
Mediana	0,23	0,26	0,24	0,27	0,27	0,29
Desvio padrão	0,28	0,30	0,41	0,49	1,43	0,49

Tabela 2

## Análise dos Payouts — Segmentação por Ocorrência

Item	1987	%	1988	%	1989	%	1990	%	1991	%	1992	%
$PO \leq 0,15$	10	23,81	6	14,29	12	28,57	12	28,57	8	19,05	4	10,53
$0,15 < PO < 0,25$	13	30,95	14	33,33	10	23,81	4	9,52	4	9,52	5	13,16
$PO = 0,25$	3	7,14	1	2,38	5	11,90	1	2,38	1	2,38	2	5,26
$PO \leq 0,25$	<b>26</b>	<b>61,90</b>	<b>21</b>	<b>50,00</b>	<b>27</b>	<b>64,29</b>	<b>17</b>	<b>40,48</b>	<b>13</b>	<b>30,95</b>	<b>11</b>	<b>28,95</b>
$0,25 < PO \leq 0,40$	5	11,90	10	23,81	4	9,52	16	38,10	7	16,67	14	36,84
$0,40 < PO \leq 0,55$	7	16,67	4	9,52	4	9,52	3	7,14	2	4,76	2	5,26
$0,55 < PO \leq 0,70$	1	2,38	4	9,52	—	—	—	—	2	4,76	3	7,89
$0,70 < PO \leq 0,85$	1	2,38	—	—	4	9,52	1	2,38	2	4,76	1	2,63
$0,85 < PO \leq 1$	—	—	1	2,38	—	—	1	2,38	—	—	2	5,26
$1 < PO$	2	4,76	2	4,76	3	7,14	4	9,52	16	38,10	5	13,16
Total	42	100,00	42	100,00	42	100,00	42	100,00	42	100,00	38	100,00

Outra maneira de diminuir a quantidade de dividendos pagos pelas empresas está no seu pagamento ao longo do tempo, sem a obrigatoriedade de corrigir monetariamente os valores em questão. Com certeza, numa economia inflacionária como a brasileira durante o final da década de 80 e início da de 90, a alternativa reduziu substancialmente o valor real dos dividendos a serem pagos. Não existe data predeterminada para pagamento dos dividendos por parte das companhias. Algumas pagam antecipadamente, antes do exercício social estar concluído ou mesmo antes da aprovação das contas por assembléia geral ordinária. Outras, após o término do exercício social e depois da aprovação por assembléia geral ordinária.

Somente após 1987, devido ao aumento nos níveis de inflação, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sugeriu, pela Instrução Normativa nº 72, que as companhias utilizassem índices inflacionários para corrigir o valor dos dividendos entre a data do final do exercício social e o seu efetivo pagamento. Esta foi, porém, uma simples recomendação por parte da CVM e não uma obrigação para ser cumprida pelas companhias. Assim, algumas corrigem seus dividendos, outras não. Cabe lembrar que a escolha do índice de correção pode ser uma das formas de reduzir — ou aumentar — os dividendos a serem pagos. Companhias que desejem pagar maiores dividendos utilizarão índices inflacionários superiores à inflação real. No entanto, as que desejem pagar menores dividendos, utilizarão índices inflacionários inferiores à inflação real.

Devido a tais possibilidades legais de aumento ou redução dos dividendos pagos, ajustes contábeis e inflação aliada às datas de pagamento, torna-se necessário utilizar uma metodologia comum a todos os cálculos de índices de *payout* das empresas e descontar com o mesmo índice inflacionário da data de pagamento até a data do balanço de resultados. O objetivo único desse procedimento é a uniformidade para posterior análise que proporciona.

Existem três modalidades de pagamento de dividendos em dinheiro: fixo, mínimo e participativo.

Dividendos fixos referem-se à modalidade segundo a qual o montante de dividendos pago é fixo, por valor ou porcentagem fixos. O dividendo a ser pago é definido, não cabendo valor a maior para os detentores destas ações quando for pago valor maior para outra classe de ações da mesma companhia. Quando os dividendos forem pagos por valor fixo, tem-se o valor monetário determinado como uma das características das ações receptoras e fixado em unidades monetárias. No Brasil, tal modalidade é inviável devido à inflação existente. O montante fixo em unidades monetárias perderia seu valor real ao longo do tempo, tornando-o mais próximo de zero muito rapidamente, quanto maior fosse a inflação. Quando o valor for fixo em percentual, ele poderá ser relativo ao valor nominal (este teórico quando o real não existisse) ou ao patrimonial da empresa ou, ainda, com relação ao lucro do exercício.

Dividendos mínimos constituem a modalidade de pagamento de dividendos considerada quando o montante

total pago é, no mínimo, igual à quantia predeterminada como se fixa fosse, mas, ao mesmo tempo, compartilha de igual forma valores maiores com as demais classes de ações da empresa. Serão iguais aos dividendos mínimos se o lucro da companhia for pequeno e iguais às ordinárias se o lucro for o suficiente para pagar todas as classes e compartilhar o remanescente.

Tanto os dividendos mínimos quanto os fixos podem ser — ou não — cumulativos. No primeiro caso, a empresa que não pagar os valores estatutários adequados em um exercício fiscal fica com o compromisso de quitá-los nos exercícios seguintes, até não mais existirem pendências.

Dividendos participativos compõem a modalidade de pagamento de dividendos que compartilha em iguais condições o montante a ser pago na forma de dividendos. As ações que estiverem nesta classe não possuem piso ou teto, quanto à definição do valor a ser pago, nem cumulatividade nos seus proventos, uma vez que, caso a empresa não obtenha lucro em determinado exercício social, seus acionistas não receberão dividendos nem restará obrigação alguma de pagamentos futuros sobre esse não-pagamento.

Todas as ações ordinárias têm dividendos participativos e, de acordo com as diferentes características de dividendos expressas nos estatutos sociais, poder-se-á ter mais de uma classe de ações preferenciais.

No Brasil, a maioria das empresas apresenta uma classe de ações preferenciais, cujos dividendos são participativos. Na amostra estudada apresentam-se 18 empresas que possuem ações preferenciais com dividendos diversos do participativo, em pelo menos um dos anos estudados.

Os dividendos em dinheiro devem ser calculados com base nos lucros da companhia. Estes lucros podem ser do exercício social que se encerra ou sobre lucros acumulados. Embora seja possível o pagamento de dividendos com redução do capital social, tal medida não é recomendável pelas danosas conseqüências tributárias que causa aos seus recebedores. Cabe lembrar que prejuízos constantes ao longo dos anos acarretaria a não-possibilidade de pagamento de dividendos aos acionistas de determinada companhia.

É muito importante lembrar também que, conforme a legislação brasileira, os dividendos pagos aos seus acionistas não são dedutíveis para cálculo do imposto de renda devido pela empresa, enquanto os juros das dívidas o são. Na comparação das fontes de recursos para as empresas o endividamento é favorecido, pois a dívida é subsidiada pelos efeitos fiscais ao ser permitida a dedutibilidade dos juros.

O subsídio fiscal para os juros é válido para empresas que apresentem lucro antes dos juros e imposto de renda positivo — LAJIR; caso contrário, o benefício não é aplicável ao exercício fiscal em questão. Tem-se de conside-

rar também a possibilidade do aproveitamento deste subsídio, o qual, não sendo aplicável no exercício fiscal corrente, o será nos exercícios fiscais vindouros, enquanto for possível o *carry-forward* dos prejuízos fiscais existentes na empresa.

## METODOLOGIA

A metodologia aplicada na pesquisa compreende hipóteses a serem testadas, amostra trabalhada, medidor usado e instrumental utilizado, a qual será detalhada objetivando-se a melhor compreensão do estudo realizado.

### Hipóteses a serem testadas

O problema a ser testado neste trabalho refere-se à busca do real comportamento dos gestores financeiros em face das modificações ocorridas na legislação tributária brasileira entre 1988 e 1989, passando da tributação dos dividendos para a tributação dos ganhos de capitais, elemento que pressupõe a existência de um conflito de agência entre controladores e minoritários.

O primeiro teste a ser realizado aborda a mudança de políticas de dividendos por parte das empresas brasileiras, cujas ações são negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

Para esse teste a hipótese nula, H<sub>0</sub>, supõe existirem chances iguais de que uma empresa aumente ou diminua o nível dos dividendos pagos aos seus acionistas após a implementação das novas regras tributárias. Pela hipótese alternativa, H<sub>1</sub>, haverá mudança de hábitos por parte dos gestores financeiros como reflexo da nova legislação tributária brasileira.

No caso de ser confirmada a hipótese H<sub>0</sub>, confirmar-se-á que a tributação não é um elemento relevante na formação das políticas de dividendos das empresas brasileiras estudadas. Em caso contrário, confirmada a hipótese H<sub>1</sub>, estar-se-á confirmando a influência da tributação, o que levaria as empresas a aumentarem ou reduzirem os seus níveis de *payout* como conseqüência das modificações ocorridas.

O segundo teste a ser realizado refere-se à manutenção de uma nova política de distribuição de dividendos, no período entre 1990 a 1992, se o primeiro teste demonstrar a validade da hipótese alternativa, H<sub>1</sub>, indicando a influência da tributação sobre as políticas dos gestores financeiros e verificando se houve ou não incremento com relação ao período anterior.

No segundo teste, pela formulação da hipótese nula, H<sub>0</sub>, deverá ocorrer manutenção das políticas de dividendos no período estudado. Pela hipótese alternativa, H<sub>1</sub>, não será mantida a mesma política ao longo do período estudado.

A confirmação da hipótese H0 demonstrará a efetividade do teste anteriormente realizado. Caso contrário, validando-se a hipótese H1 será comprovado que a tributação exerce influência sobre a política de dividendos das empresas brasileiras, apesar de não ser o único fator considerado pelos gestores das companhias pesquisadas.

Portanto, se a política dos dividendos das empresas da amostra apresentar decréscimo, manutenção ou pequeno acréscimo nos níveis de *payout* na comparação do período anterior (1987/1988) com o posterior (1990/1991/1992) às modificações da legislação tributária brasileira, existirá um conflito de agência entre os acionistas controladores/gestores e os seus acionistas minoritários, porque a riqueza dos acionistas não estaria sendo maximizada.

Se houver decréscimo ou manutenção nos níveis de *payout* evidencia-se que a atitude tomada pelos gestores é distinta da desejada e esperada. Caso se obtenha incremento, mesmo pequeno, nos níveis de *payout*, ficará evidenciado aumento na riqueza dos acionistas minoritários das empresas, mas não a sua maximização.

### Amostra trabalhada

O banco de dados utilizado é formado por todas as empresas cujas ações foram negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que tenham pago dividendos em pelo menos cinco dos seis exercícios sociais entre 1987 e 1992.

O período considerado garante a existência de dois exercícios sociais antes da mudança tributária (1987 e 1988), um exercício social neutro (1989) e três após as mudanças tributárias (1990, 1991 e 1992).

O número de empresas registradas na Bolsa de Valores de São Paulo em novembro de 1993 totalizava 549. Subtraindo deste grupo as instituições financeiras e as seguradoras — 73 empresas —, resultam 476 empresas.

A retirada das instituições financeiras e seguradoras deve-se a aspectos peculiares a essas organizações. As instituições financeiras possuem limites de alavancagem baseados no seu capital social, conforme o Manual de Normas e Instruções do Banco Central do Brasil. A regulação é um incentivo extra para que tais empresas sejam boas pagadoras de dividendos e ainda melhores como captadoras de recursos junto aos investidores do mercado acionário. Portanto, é conveniente excluir o grupo da amostra, para que o estudo tenha o menor número possível de variáveis.

Pelo mesmo motivo, foi excluída da amostra a *Yacimientos Petroliferos Fiscales* (YPF), empresa argentina registrada para negociação na Bolsa de Valores de São Paulo. Neste caso, como o tratamento fiscal dos dividendos na Argentina é distinto do brasileiro, os

parâmetros comparativos não são os mesmos. Apesar de a tributação sobre ganhos fiscais ser válida para todas as operações realizadas no Brasil, os investidores brasileiros não representam parcela relevante dos acionistas dessa companhia, não induzindo assim seus gestores financeiros a modificar sua conduta quanto aos níveis de dividendos a serem distribuídos. Por este motivo, está inviabilizada sua comparação com as demais empresas brasileiras.

Assim, a amostra da pesquisa é constituída por 475 empresas. A redução deste número dependerá ainda do preenchimento do requisito de pagamento dos dividendos em pelo menos cinco dos seis exercícios sociais do período estudado e da obtenção dos respectivos dados.

Constatado quais preenchiam os requisitos citados, a amostra final ficou reduzida a 42 empresas. A expressiva redução do número total de empresas estudadas deve-se ao momento econômico nacional bastante difícil que implicou em resultados negativos nas empresas por mais de um período, originando o não-pagamento de dividendos e a enorme dificuldade na obtenção dos dados completos e exatos necessários ao estudo.

### Medidor usado

Os índices *payout*, medidores mais adequados para a realização dos testes estatísticos, são obtidos pela divisão entre o dividendo por ação pago e o seu respectivo lucro por ação. A escolha deste indicador deve-se à constante inflação e aos choques econômicos do período estudado. Caso contrário, os valores monetários por ação pagos aos acionistas, inflacionados ou deflacionados ou, ainda, em alguma moeda constante, perderiam totalmente sua significância.

Os índices *payout* foram calculados considerando-se os dividendos pagos antecipadamente e o lucro por ação do próprio exercício social. Quando os dividendos não foram pagos antecipadamente, utilizou-se o lucro por ação do exercício social anterior para o cálculo do índice.

Os lucros por ação foram calculados da mesma forma para todas as companhias, único meio que garantiria a mesma política de ajustes para a obtenção da base de cálculo dos dividendos devido às suas distintas interpretações.

Devido às diversas datas de efetivo pagamento dos dividendos, estes foram corrigidos para a mesma data do balanço de resultados utilizado para o cálculo. Os dividendos pagos antecipadamente foram inflacionados e os pagos no exercício seguinte deflacionados. O índice inflacionário utilizado foi o Índice Geral de Preços (IGP) — Oferta Global.

É possível também encontrar casos em que o *payout* é inexistente. Isso ocorre quando a companhia decide pagar dividendos sobre lucros acumulados sem ter obtido lucros

no exercício social em questão, gerando inexistência matemática para o cálculo do *payout* em tal circunstância.

Em resumo, para o estudo em questão, pode-se encontrar duas possibilidades de *payout*: existindo lucro, o *payout* é passível de cálculo; não existindo lucro, é representado pelo símbolo @ e recebe três valores alternativos para efeito da análise aqui desenvolvida: igual à unidade, que representaria o pagamento total do lucro na forma de dividendos; o mesmo que o maior *payout* ocorrido entre os demais exercícios sociais; e o mesmo que duas vezes o maior *payout* ocorrido entre os demais exercícios sociais da empresa em questão.

A consideração de três valores distintos para esses casos deveu-se à tentativa de manter o maior número possível de empresas na amostra estudada, tendo em vista a atitude dos gestores de pagar dividendos nos exercícios sociais em que não houve lucro convergir para a linha do estudo realizado. O pagamento de dividendos feito por tais empresas sem que isto fosse obrigatório por lei ensejou a consideração dos três valores distintos mencionados e a conseqüente análise resultante para melhor avaliação dos resultados gerados, sem perda de importantes informações.

#### Instrumental utilizado

Primeiramente, será feita a análise de sensibilidade da amostra, com a utilização de elementos pouco significativos estatisticamente, objetivando a obtenção de um panorama geral do ambiente a ser trabalhado.

Em segundo lugar serão utilizados métodos estatísticos acurados visando obter a confirmação das hipóteses levantadas.

Para a realização do primeiro teste serão utilizados dois métodos: a análise multivariada, também denominada análise de correspondência; neste caso, obter-se-á a vinculação de cada exercício social com determinado nível de *payout*, mostrando como se comporta o universo estudado, não empresa por empresa, mas como um grupo único; o segundo método utilizará a construção de regressões lineares — *payouts* por anos — de cada empresa ao longo do período estudado. Por este método será demonstrado o desempenho individual de cada empresa quanto à sua política de dividendos, antes e depois das modificações tributárias. Caso o coeficiente angular de uma regressão seja positivo, ter-se-á a informação de que o *payout* no momento posterior é maior do que o *payout* no momento anterior. Análise qualitativa adicional dos incrementos será realizada com o objetivo de verificar a possibilidade de retirar incrementos muito pequenos que dariam origem a falsos incrementos.

Para o segundo teste será usada a estatística descritiva, analisando médias dos *payout* e seus desvios padrões

durante o período após as modificações tributárias. Caso as médias fiquem em um entorno próximo entre si, ter-se-á a manutenção da mesma política de distribuição de dividendos. Em caso contrário, será confirmada a não-existência da manutenção de uma política de dividendos após as modificações tributárias.

#### RESULTADOS OBTIDOS

A primeira análise de sensibilidade indica acréscimo nos níveis de *payout* do período após modificações tributárias com relação ao anterior. Verifica-se que nesse intervalo de tempo houve 17 companhias que pagaram dividendos sem terem realizado lucros no período, contra somente duas no período anterior (tabela 1).

Observando-se a tabela 2, é possível verificar que o número de companhias que pagou índices de *payout* inferiores a 25% foi reduzido de 26 em 1987 e 21 em 1988, para 17 em 1990, 13 em 1991 e 11 em 1992. Tal incremento pode ser resultado da conscientização, por parte dos gestores, com relação ao valor dos dividendos pagos a seus acionistas ou de um efeito direto das modificações tributárias ocorridas.

A análise de correspondência apresenta como seu ponto central a existência — ou não — de alguma vinculação entre os níveis de *payout* das empresas estudadas e o período de tempo analisado, levando em conta a divisão deste período em dois grupos: antes (1987 e 1988) e depois (1990, 1991 e 1992) das modificações tributárias referidas anteriormente, conforme quadro a seguir.

#### Frequência dos Payouts por Faixa

Faixas	Anos					
	1987	1988	1989	1990	1991	1992
P01: $PO \leq 0.25$	26	21	27	17	13	11
P02: $0.25 < PO \leq 0.40$	5	10	4	16	7	14
P03: $0.40 < PO \leq 0.55$	7	4	4	3	2	2
P04: $0.55 < PO \leq 0.85$	2	4	4	2	2	3
P05: $0.85 < PO$	2	2	3	4	16	5

A análise de correspondência foi adaptada para o estudo de tabelas de contingência, neste caso categorias de *payout* e períodos de tempos em anos (Lebart, Morineau & Warwick, 1984).

Os resultados obtidos demonstram que os três primeiros eixos explicam significativamente 98,3% da variância dos *payouts* estudados, como pode ser observado na tabela 3.

**Tabela 3**

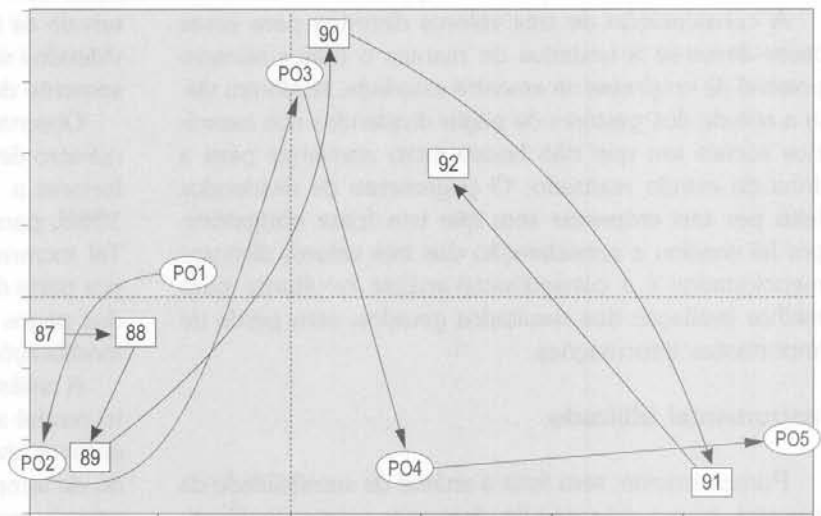
**Variância dos Payouts**

Eixos	Eigenvalues	%	% Acumulada
F1	0.1268	60,4	60,4
F2	0.0522	24,8	85,2
F3	0.0274	13,1	98,3

Por outro lado, as contribuições de cada uma das categorias de variáveis para os eixos são apresentadas na tabela 4.

Analisando os indicadores estatísticos, pode-se notar que o eixo principal (F1) indica existir associação positiva entre o aumento do *payout* e os anos mais recentes.

O pontos plotados para os dois primeiros eixos (F1 e F2), ilustrados na figura ao lado, indicam que os pontos P01 e P02 — baixo nível de *payout* — estão relacionados com os períodos 1987/1988 e 1989, respectivamente. O *payout* nível P03 apresenta alta correlação com 1990 e 1992, enquanto os níveis P04 e especialmente P05 apresentam alta correlação com 1991.



**Análise de Correspondência entre Anos e Payouts**

**Tabela 4**

**Contribuição das Categorias de Variáveis**

Categorias de Variáveis	Contribuição Absoluta			Contribuição Relativa ( $\cos^2$ )		
	F1	F2	F3	F1	F2	F3
<b>Variável Horizontal: Payout</b>						
PO1: $PO \leq 0.25$	0.15	0.03	0.30	0.20	0.01	0.78
PO2: $0.25 < PO \leq 0.40$	0.38	-0.23	-0.07	0.71	0.25	0.03
PO3: $0.40 < PO \leq 0.55$	0.02	0.31	-0.09	0.01	0.91	0.09
PO4: $0.55 < PO \leq 0.85$	0.10	-0.23	-0.25	0.07	0.35	0.39
PO5: $0.85 < PO$	0.77	-0.19	0.04	0.94	0.05	0.01
<b>Variável Vertical: Anos</b>						
1987	0.37	-0.05	0.04	0.91	0.02	0.01
1988	0.23	-0.05	-0.21	0.53	0.02	0.44
1989	0.30	-0.22	0.12	0.56	0.29	0.09
1990	0.05	0.40	0.20	0.01	0.79	0.20
1991	0.64	-0.25	0.07	0.86	0.13	0.01
1992	0.24	0.19	-0.24	0.38	0.24	0.37

Para a análise individual das empresas participantes da amostra é realizada uma regressão linear entre os *payouts* e os anos. Caso o coeficiente angular da reta individual solução seja positivo, os *payouts* nos exercícios sociais 1990, 1991 e 1992 serão superiores aos dos exercícios sociais 1987 e 1988. Neste caso é correto afirmar que o nível de dividendos pagos por determinada empresa cresceu do período anterior para o posterior às modificações tributárias ocorridas. Em caso contrário, houve decréscimo no nível de dividendos.

Ao determinar-se Coeficientes Angulares e Níveis de Significância em regressão linear para as 42 empresas da amostra, verifica-se a existência de seis empresas cujos coeficientes angulares são negativos para @ igual a um; oito para @ igual ao maior *payout* no período considerado; e sete para @ igual a duas vezes o maior *payout* no período analisado.

Embora os níveis de significância obtidos sejam muito baixos, para o nível de 5% de significância encontram-se entre três (@ = 1) e sete (@ = maior *payout*); para o nível de 10% de significância, entre cinco (@ = duas vezes o maior *payout*) e dez (@ = maior *payout*); em função de indicarem o baixo grau de adequação da reta aos pontos existentes, é possível verificar-se a tendência da amostra examinada.

É importante lembrar que a regressão linear apresenta diversas restrições como método e na existência de poucos pontos (no caso examinado, são sete *payout* por sete anos) é bastante difícil a obtenção de adequação robusta dos pontos a uma reta. Na inexistência de outro método mais adequado, a informação obtida quanto à tendência é valiosa.

Tomando-se o caso em que existe o maior número de empresas com *payouts* decrescentes no período posterior, encontram-se 34 das 42 empresas da amostra total que apresentaram acréscimo nos níveis de *payout*.

Nesse caso, a probabilidade associada à amostra, quanto a iguais chances de ocorrência, de que a hipótese nula HO se repetirá nesse fator nas 34 empresas que incrementaram os seus níveis de *payout* no período posterior com relação ao período anterior às reformas tributárias e não se repetirá em oito empresas, é:

$$(42!/34!*8!)*0,5^{42} = 0,000026$$

Em outras palavras, é muito pequena a probabilidade de que uma moeda, com iguais chances de cair em qualquer dos seus lados, **cara** ou **coroa**, caia 34 vezes de um lado e oito de outro.

Assim, conclui-se que a hipótese nula HO não se confirmará e que a hipótese alternativa H1 é verdadeira. Então, verifica-se que a tributação é fator relevante na política de dividendos das companhias brasileiras que compõem a amostra estudada, as quais modificaram suas políticas de dividendos em função das mudanças tributárias ocorridas.

No entanto, é importante qualificar o incremento de *payout* existente nas companhias estudadas. Se aumentaram seus *payouts* de um ponto muito pequeno para outro, também pequeno, mas superior ao primeiro, aparecem com a reta de regressão linear ascendente, o que poderá levar a conclusão errônea sobre o teste feito.

Comparando o *payout* médio dessas empresas nos anos 1987/1988 com o dos anos 1990/1991/1992 pode-se obter boa referência quanto à qualidade do acréscimo existente.

Na tabela 5 podem ser encontradas as médias dos *payouts* para os exercícios sociais de 1987 e 1988 (j) e para os de 1990, 1991 e 1992 (k). Tomando os três possíveis valores para @ é feita a análise da magnitude dos incrementos para as 38 empresas da amostra que pagaram dividendos ao longo de todo o período.

A análise visa responder à questão de quantas empresas tiveram incrementos maiores que 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 50% e 100%. Verifica-se, no caso de @ ser igual ao maior *payout* do período considerado, que pelo menos 16 companhias aumentaram seus *payouts* em mais de 50%, mas somente 25 os aumentaram em mais de 15%, quando comparados os períodos anterior e posterior às modificações tributárias.

Das 25 companhias que apresentaram acréscimos de 15% ou superiores, 18 tinham *payouts* médios inferiores a 0,25 (25% do lucro pago como dividendo) no período 1987/1988<sup>(2)</sup>. O fato pode indicar que os gestores/controladores tenham atendido a exigências de pagamentos mínimos feitas pelos acionistas e não tido real preocupação com as modificações tributárias.

Verifica-se, também, conforme demonstra a tabela 2, que o número de companhias com seus *payouts* acima de 100% após as modificações tributárias, incluindo aquelas que pagaram dividendos tendo prejuízos nos exercícios sociais, eram quatro em 1990, 16 em

Tabela 5

Análise dos Payouts, Exame Qualitativo dos Incrementos

	j	Desvio Padrão	k	Desvio Padrão	j < k	1,05j < k	1,1j < k	1,15j < k	1,2j < k	1,25j < k	1,5j < k	2j < k
@ = 1	0,277	0,14	0,494	0,29	36	32	31	31	31	29	25	19
@ = o maior <i>payout</i> dos outros anos	0,305	0,26	0,437	0,38	33	29	27	25	25	24	16	10
@ = duas vezes o maior <i>payout</i> dos outros anos	0,347	0,49	0,537	0,54	36	31	30	30	30	29	22	14

j = 1987/1988 médio

k = 1990/1991/1992 médio

Companhias estudadas = 40

1991 e cinco em 1992. Lembra-se que o aumento de *payout* seguido de recapitalização era uma das estratégias possíveis para a obtenção de menores taxas de pagamentos de dividendos.

Portanto, é possível inferir que as empresas consideradas apresentaram incremento qualitativo em seus *payouts*, muito embora tais incrementos pudessem ter sido maiores.

Para a realização do segundo teste examine-se a tabela 6, na qual se encontram as médias dos *payouts* anuais e os seus desvios padrões para todos os anos considerados, com as diversas possibilidades de @ e para a amostra como um todo (42 empresas)<sup>(3)</sup>. Nessa tabela pode-se ainda verificar que a tendência para os distintos valores de @ é a mesma. Observa-se leve incremento de 1989 para 1990, grande incremento de 1990 para 1991 e grande declínio de 1991 para 1992.

Como a média dos *payouts* de todos os exercícios sociais após as modificações tributárias (1990/1991/1992) é superior à do período anterior a tais mudanças (1987/1988), é possível confirmar os resultados dos testes realizados. Nestes casos, a inclinação ascendente das retas de regressão linear indica que a tributação exerce influência sobre a política de dividendos das empresas, embora não se encontre explicação, nos testes realizados, para o declínio ocorrido no exercício social de 1992.

### POSSÍVEIS EXPLICAÇÕES PARA AS ATITUDES DOS GESTORES

De acordo com Poli (1993), das 21 empresas — pequena parte da amostra do estudo aqui apresentado — que pagaram dividendos a seus acionistas em pelo menos quatro dos cinco exercícios sociais entre os anos de 1987 e 1991, somente quatro delas emitiram ações ou outro tipo de instrumento conversível em ações. Nesses casos, os níveis de *payout* não eram significativamente superiores no período após as modificações tributárias, se comparados com os do período anterior. A autora relata não encontrar qualquer relação causa-efeito entre as modificações tributárias e as emissões ocorridas, con-

cluindo que a estratégia proposta de pagamento de altos dividendos/recapitalização não foi seguida.

A justificativa para a postura dos gestores/controladores das empresas estudadas pode ser encontrada nos aspectos a seguir apresentados.

#### • Situação econômica das empresas

Devido à alta inflação brasileira e à instabilidade política existente no período recente, coincidente com o das modificações tributárias, as empresas passaram a apresentar baixas taxas de lucratividade — quando as apresentavam — e dificuldades de caixa, fazendo com que os riscos operacionais e financeiros se elevassem. Para atenuar a situação, os gestores/controladores preferiram reter ao máximo o caixa existente na empresa e não pagar dividendos, mesmo sabendo que não estavam otimizando o investimento de seus acionistas.

#### • Pequeno número de investidores de curto prazo

Os gestores/controladores reconhecem que grande parte de seus acionistas são investidores de longo prazo, os quais esperam receber dividendos e não realizar ganhos de capital. A estratégia proposta de pagamento de altos dividendos/recapitalização não apresenta vantagens imediatas, tornando a retirada da tributação sobre dividendos e a sua introdução sobre ganhos de capital elementos de pouco valor na decisão sobre a política de dividendos dessas empresas.

#### • Existência de holdings familiares no controle das empresas

Forma de assegurar o controle nas empresas, fazendo com que elas se assemelhem aos investidores de longo prazo: ao não negociarem suas posições, não realizam eventuais ganhos de capital.

#### • Total falta de confiança na Receita Federal

Embora existam penalidades severas para a evasão fiscal, a falta de confiança quanto à Receita Federal brasileira ter instrumentos para obter e controlar impostos

**Tabela 6**  
**Análise das Médias Anuais de Payout**

	1987		1988		1989		1990		1991		1992	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
@ = 1	0,307	0,29	0,351	0,30	0,351	0,30	0,402	0,50	0,746	1,18	0,497	0,49
@ = o maior <i>payout</i> dos outros anos	0,359	0,51	0,351	0,30	0,351	0,30	0,350	0,47	0,642	1,24	0,482	0,49
@ = duas vezes o maior dos outros anos	0,434	0,96	0,351	0,30	0,352	0,42	0,369	0,47	0,848	1,47	0,546	0,62

de ganhos de capital a serem recolhidos gera despreocupação dos gestores/controladores com tais impostos a serem pagos por seus acionistas. Eles pressupõem que os investidores não recolheriam os tributos, fazendo com que qualquer meio legal para evitá-los seja totalmente desnecessário.

#### • **Constantes modificações tributárias no Brasil**

Ocorridas nos últimos anos para aplacar a **fome fiscal** do governo federal, aliadas aos planos econômicos que objetivaram a redução da inflação, podem ser a causa da pouca preocupação com as mudanças nos impostos implementadas. Embora nos relatórios da administração dos balanços de final de exercício das empresas da amostra muito ser colocado sobre planos de estabilização e reformas tributárias, não há qualquer referência entre estes e a política de dividendos das empresas.

#### • **Percepção de altos riscos na execução do plano sugerido de altos dividendos/recapitalização**

Os gestores/controladores podem imaginar que seja muito difícil e custosa a emissão privada de ações para realizar a recapitalização da empresa, mesmo com a eventual perda resultante da transferência de riqueza que sofreriam aqueles que não as subscrevessem. Os investidores poderiam preferir reter os altos dividendos pagos e perder participação acionária, como forma de proteção contra a inflação, a reinvestir na companhia. Então, a nova emissão de ações para a recapitalização poderia não ser exitosa.

#### • **Desconhecimento do plano de altos dividendos/recapitalização**

Esta é uma das possibilidades a serem consideradas, embora tenha sido publicado o plano sugerido por Procianny & Poli (1993), especialmente num ambiente como o brasileiro, em que a gestão financeira das empresas se dá em ritmo acelerado, com a constante busca de formas de evitar a tributação.

Como pode ser verificado, a retirada da tributação dos dividendos e a sua introdução em ganhos de capital geraram atitudes quanto à elevação nos níveis de pagamento de dividendos nos gestores das empresas estudadas, mas não ocasionaram a implementação do plano de dividendos altos/recapitalização como forma de buscar maior redução nos tributos pagos e aumento da riqueza dos seus acionistas.

## CONCLUSÕES

Devido ao cenário brasileiro, às características do mercado de capitais, às modificações ocorridas com a retirada da tributação dos dividendos e à sua introdução

sobre ganhos de capital é possível afirmar que a tributação é um dos fatores que influenciam a atitude dos gestores das empresas da amostra estudada. Portanto, os gestores consideram a tributação como elemento influenciador da política de dividendos de suas empresas.

Nos testes realizados verificou-se que os diferentes valores atribuídos para @ apresentam resultados semelhantes, diferenciando-se em magnitude e sendo análogos nas tendências indicadas.

Considerando as características do mercado de capitais brasileiro com reduzidos fundos para endividamento de longo prazo, além do fato de a relação entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas negociadas em bolsa de valores ser inferior à unidade na maioria dos casos, é correta a afirmação de que a retenção dos dividendos é uma das principais fontes de recursos para o crescimento das empresas. Mesmo assim, os gestores incrementaram os dividendos pagos, quando se compararam os níveis de *payout* anterior e posterior às modificações tributárias ocorridas.

No entanto, é difícil explicar a queda nos níveis de *payout* ocorrida em 1992, por não existir qualquer modificação tributária que pudesse ser a causa de tal reação.

A única explicação plausível para o grande incremento havido nos níveis de *payout* em 1991 é a existência de um fenômeno oriundo da Teoria de Agência. Neste caso os gestores, ao defrontarem-se com um exercício social fraco, em muitos casos de prejuízo, optaram por sinalizar aos seus acionistas que os tempos ruins eram passageiros, mantendo o pagamento de dividendos, o que pode ser verificado pelo elevado número de empresas (13) que pagou dividendos, mesmo não auferindo lucros naquele exercício.

Portanto, a combinação do efeito de agência sobre o exercício de 1991 e a não-utilização da estratégia de altos dividendos/recapitalização por parte dos gestores/controladores das empresas estudadas indicam a relação de agência entre os acionistas controladores/gestores e os seus acionistas minoritários, na qual a maximização da riqueza dos acionistas como um todo não é buscada.

Os acionistas controladores, *per se* e através dos gestores das empresas, preferem reter os dividendos nas suas empresas a pagar maiores volumes e possibilitar a redução dos impostos incorridos.

A possibilidade de emissão de até 2/3 de ações não-votantes permite a manutenção do controle acionário das companhias brasileiras por seus controladores com 1/6 do capital total investido. No caso de pagamento dos dividendos, ao distribuí-los, o controlador receberá somente 1/6 do total distribuído, sendo o restante remetido aos seus acionistas minoritários. Retendo o máximo possível dos lucros, pagando menores dividendos, o mesmo

controlador terá o poder de gestão sobre a totalidade dos recursos para realizar a sua utilidade, mesmo que tal procedimento implique em maiores impostos para seus acionistas minoritários.

Finalmente, conclui-se que a tributação é um fator considerado pelos gestores/controladores das empresas brasi-

leiras na determinação das políticas de dividendos, mas o conflito de agência gerado pelas distintas utilidades destes controladores/gestores e seus acionistas minoritários é responsável pela não-adoção de estratégias fortemente redutoras da tributação dos ganhos de capital e a conseqüente não-maximização da riqueza de todos os acionistas. ♦

**NOTAS**

- (1) Quando credora, a conta Reservas de Lucros a Realizar, composta por Equivalência Patrimonial e Correção Monetária, é objeto de discussão da necessidade de ser incluída, ou não, como ajuste para o cálculo do valor a ser distribuído como dividendos.
- (2) De acordo com a tabela 2, é possível perceber que no período anterior às modificações tributá-

rias 23 empresas em 1987 e 20 em 1988 tinham níveis de *payout* inferiores a 25%, o que representa mais de a metade da amostra.

- (3) Para este mesmo estudo, mas tomando-se somente as empresas que apresentaram índices crescentes em pelo menos um dos valores de @, verificase a mesma tendência com médias um pouco superiores às aqui obtidas.

**RESUMO**

Devido às modificações tributárias ocorridas entre 1988 e 1989 relativas à tributação sobre os dividendos e sobre os ganhos de capital, o Brasil passou a ser um excelente cenário para testar as atitudes dos gestores no que se refere à importância dos tributos sobre a decisão de distribuição ou retenção dos lucros. Era esperado que o nível de pagamento dos dividendos fosse incrementado após as modificações tributárias por parte das empresas, como resposta maximizadora da riqueza dos acionistas. Neste estudo, realizado entre os anos de 1987 e 1992, mostra-se que as atitudes por parte dos gestores aumentaram os *payouts* após 1989, mas a distribuição de dividendos não foi suficientemente incrementada, gerando obtenção apenas parcial das vantagens fiscais que poderiam ser obtidas no caso da plena utilização da distribuição de dividendos. Depois de sugerir algumas possíveis explicações para tais fatos, a conflituosa relação de agência entre os acionistas majoritários e os minoritários é considerada a real explicação para o pouco incremento dos níveis de *payout* na distribuição dos dividendos das empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo.

**Palavras-chave:** agência, dividendos, impostos, mercado de capitais, Brasil.

**ABSTRACT**

Corporate dividends decisions made by managers were considered a simple matter. Under the effect of taxation changes, those decisions should undergo corrections toward shareholder maximization. Many authors consider the existence of a positive effect. Others, due to myriad ways to reduce shareholders taxation, explain that managers do not take taxation into consideration. Due to 1988-1989 tax modifications, from only 23% non-personal compensation dividends tax to only 25% non-personal compensation net capital gains tax, Brazil has become an excellent scenario to test managers attitudes. In this study, carried out from 1987 until 1992, is showed that managers attitudes improved their companies dividends payout ratio after 1989 when comparing to prior period. But, it found that they did not improve dividends payout as much as possible, failing to take maximum advantage of tax modifications. It raises some possible explanations and suggests agency relationship problems between main and minor shareholders as the real explanation.

**Uniterms:** agency, dividends, taxes, capital market, Brazil.

**REFERÊNCIAS  
BIBLIOGRÁFICAS**

- BRASIL, Lei nº 6.404. *Lei das Sociedades por Ações*, 15 de dezembro de 1976.
- JENSEN, Michael C. & MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, n.3, p.305-360, 1976.
- LEBART, L.; MORINEAU, A.; WARWICH, K. *Multivariate descriptive analysis, correspondence analysis and related techniques for large matrices*. New York, John Wiley & Sons, 1984.

- POLI, Beatriz Trois Cunha. *A resposta das empresas à modificação tributária de 1989: dividendos x ganhos de capital*. Porto alegre, 1993. Dissertação (Mestrado) — Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.
- PROCIANNOY, Jairo Laser & POLI, Beatriz Trois Cunha. A política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. *Revista Brasileira de Administração*, n.4, p.6-15, jul./ago. 1993.