

# Política de dividendos e tributação: Brasil e Estados Unidos

Dividend and taxation policy: Brazil and the United States

Dr. Diogo Fávero Pasuch<sup>1</sup>

Dr. Guilherme Kirch<sup>2</sup>

Dr. Wilson Toshiro Nakamura<sup>3</sup>

**Resumo:** Este estudo investiga o efeito da tributação sobre a política de distribuição de lucros, especialmente dividendos, em empresas brasileiras com e sem American Depositary Receipts (ADRs). De acordo com a Teoria da Preferência Fiscal, empresas brasileiras emissoras de ADRs teriam menor preferência por dividendos em comparação às não emissoras de ADRs. Para testar essa hipótese, foram utilizados dados secundários da base da Economática de 1998 a 2017, resultando em uma amostra de 481 empresas brasileiras, 61 emissoras de ADRs. Utilizando o modelo de Lintner, foram estimados cinco modelos por meio da técnica de Dados em Painel. Os resultados revelaram que empresas brasileiras com ADRs distribuem menos dividendos do que as sem ADRs, em concordância com a Teoria da Preferência Fiscal. Ainda, observou-se que as empresas tendem a manter uma constância na distribuição de dividendos e que aquelas que distribuíram dividendos no passado tendem a continuar com a prática no futuro.

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

**Abstract:** This study investigates the effect of taxation on the profit distribution policy, especially dividends, in Brazilian companies with and without American Depositary Receipts (ADRs). According to the Tax Preference Theory, Brazilian companies issuing ADRs would have a lower preference for dividends compared to those not issuing ADRs. To test this hypothesis, secondary data from the Economática database was used from 1998 to 2017, resulting in a sample of 481 Brazilian companies, 61 issuing ADRs. Using the Lintner model, five models were estimated using the Panel Data technique. The results revealed that Brazilian companies with ADRs distribute fewer dividends than those without ADRs, in accordance with the Tax Preference Theory. Furthermore, it was observed that companies tend to maintain consistency in the distribution of dividends and that those that distributed dividends in the past tend to continue with the practice in the future.

**Keywords:** ADRs; Brazil; Dividends; U.S; Taxation.

---

<sup>1</sup> Pós-doutorando em Administração, Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brazil: [diogo@attivocontabilidade.com.br](mailto:diogo@attivocontabilidade.com.br)

<sup>2</sup> Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brazil: [gkirch@ufrgs.br](mailto:gkirch@ufrgs.br)

<sup>3</sup> Universidade Presbiteriana Mackenzie, Brazil: [wilson.nakamura@mackenzie.br](mailto:wilson.nakamura@mackenzie.br)

## 1. Introdução

A questão dos dividendos, conforme abordada inicialmente por Lintner (1956) e posteriormente discutida por outros estudiosos de finanças, como Bhattacharya (2007), tem sido um dilema fundamental na teoria financeira. Chawla (2008) destaca que teorias como a de Modigliani e Miller (M&M), a da preferência fiscal e a do pássaro na mão oferecem argumentos substanciais, desde a irrelevância dos dividendos até a relação entre dividendos e diferentes fluxos de pagamentos. Essas teorias têm proporcionado valiosas orientações aos gestores em suas decisões relacionadas aos pagamentos de dividendos.

Segundo Santos e Galvão (2015), em um ambiente de mercado imperfeito, onde existem disparidades no tratamento tributário entre dividendos e ganho de capital, essas diferenças podem exercer influência significativa sobre a política de dividendos e o valor das empresas. Nesse contexto, a Teoria da Preferência Fiscal e o Efeito Cliente assumem um papel crucial, como foco central deste estudo, que busca examinar o impacto da tributação sobre a política de distribuição de lucros, especificamente via dividendos, em empresas brasileiras com e sem American Depositary Receipts (ADRs).

Este estudo concentra sua análise nas empresas brasileiras com ADRs, onde as distinções tributárias entre Brasil e Estados Unidos desempenham um papel relevante para compreender as diferentes expectativas dos investidores em cada país. A indagação central reside em: as empresas estão tomando decisões de política de dividendos que atendem às preferências dos diferentes investidores? No Brasil, os dividendos são taxados a 0%, enquanto a tributação sobre ganhos de capital varia entre 15% e 22,5%, sugerindo que investidores locais possam favorecer dividendos em detrimento de ganhos de capital. Nos Estados Unidos, tanto dividendos quanto ganhos de capital estão sujeitos a tributação. De maneira geral, considerando que os ganhos de capital podem ser adiados, a tributação sobre dividendos é maior do que sobre ganhos de capital para investidores americanos.

Com base na Teoria da Preferência Fiscal e reconhecendo as distintas preferências dos investidores brasileiros e americanos, é plausível argumentar que as empresas brasileiras emissoras de ADRs, cuja base acionária provavelmente inclui uma parcela significativa de investidores americanos, tenderão a distribuir uma fração menor

de lucros na forma de dividendos em comparação com suas contrapartes nacionais não emissoras de ADRs, presumindo que ambas buscam alinhar-se às preferências tributárias de seus acionistas.

Para investigar essa hipótese central, serão analisadas as decisões de distribuição de lucros das empresas brasileiras emissoras e não emissoras de ADRs, com foco nas companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). Os dados secundários utilizados para esta análise foram coletados da base da Economática no período de 1998 a 2017, com uma amostra resultante de 481 empresas, das quais 61 são brasileiras com ADRs.

## **2. Referencial Teórico**

A Teoria da Preferência Fiscal é fundamentada nas regras do Imposto de Renda (IR) e no diferencial de tratamento entre dividendos e ganhos de capital. O investidor, objetivando maximizar seus ganhos líquidos após a tributação, pode ver os dividendos como menos atrativos se houver uma alíquota menor para ganhos de capital. Mesmo em cenários com alíquotas iguais, o ganho de capital pode ser mais vantajoso em termos de desembolso, uma vez que os impostos sobre dividendos são pagos no momento do recebimento, enquanto os impostos sobre ganhos de capital são adiados até a venda das ações (Elton; Gruber, 1970; Santos; Galvão, 2015).

De acordo com Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 662), "devido ao fato de os ganhos de capital de longo prazo serem tributados de forma menos onerosa do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em vez de distribuí-los como dividendos". Essa teoria explica, portanto, o efeito da tributação sobre a política de dividendos.

Embora o mercado perfeito, defendido pela Teoria de Modigliani e Miller (M&M) em 1961, não seja influenciado por fatores externos, as imperfeições não podem ser ignoradas, sendo que os impostos são considerados "a maior imperfeição sistêmica no mercado" (Miller; Modigliani, 1961, p. 432). Santos e Galvão (2015) destacam que, em um mercado imperfeito, com disparidades tributárias entre dividendos e ganhos de capital, essas diferenças podem ter um impacto significativo na política de dividendos e no valor das empresas.

O Efeito Cliente é a capacidade que a política de dividendos de uma empresa tem de atrair ou afastar investidores interessados em receber dividendos. Por outro lado, a Teoria da Preferência Fiscal argumenta que a conduta ideal do investidor é optar pela menor tributação.

Em 1970, Elton e Gruber mostraram que se os impostos influenciam as decisões dos investidores, a queda no preço das ações no dia ex-dividendo deve refletir o valor pós-imposto do dividendo em relação ao valor pós-imposto no dia do pagamento. Considerando que os dividendos, em geral, são tributados mais do que os ganhos de capital, a teoria sugere que se os impostos afetarem as escolhas, a queda no preço das ações tende a ser menor que o dividendo, o que pode ser utilizado para inferir as taxas marginais de imposto.

Gruber (1970) identificou que investidores de maior renda nos Estados Unidos preferiam ações de empresas que distribuíam menores dividendos, uma vez que, quanto maior a renda, maior a tributação. Assim, o Efeito Cliente reforça a Teoria da Preferência Fiscal, demonstrando sua capacidade de atrair ou afastar investidores interessados nessa política e nos valores dos dividendos a serem distribuídos.

Em um estudo realizado por Procianoy e Snider (1994), para o período de 1987 a 1988, a média do payout de dividendos foi de 25%, quando os dividendos eram tributados. Já para o período de 1990 a 1992, quando os dividendos estavam isentos de tributação, a média do payout foi de 40%. Isso evidencia que quando a tributação sobre dividendos é maior do que sobre ganho de capital, há uma tendência de redução nos pagamentos de dividendos, e vice-versa.

Em um estudo subsequente, Procianoy (1996) apontou que a mudança na legislação tributária brasileira em 1988/1989, que deixou de tributar a distribuição de dividendos pelas companhias em 23% sobre os dividendos pagos e retidos na fonte, passando a tributar o ganho de capital em 25%, influenciou a política de dividendos adotada pelas empresas. A legislação tributária brasileira sobre os dividendos é composta por alterações que tiveram início na década de 1980, até a legislação atual que tributa o dividendo à alíquota 0%. Quanto à tributação sobre o ganho de capital, no Brasil, 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). A partir de 16 de março de 2016, com a sanção da Lei 13.259, que altera a Lei 8.981, de

1995, verifica-se nova incidência de imposto sobre a renda 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.

Cabe ressaltar que, na compra e venda de ações, existe a isenção de até R\$ 20.000,00 sobre o valor de venda, não importando o valor apurado com ganho de capital. Em valores superiores, o ganho de capital deve ser taxado à alíquota de 15%.

Em 2003, houve corte de impostos. Porém, a partir de 2010, há uma nova oneração na tributação, com a publicação da Lei 115/97 de 2017, chegando ao mesmo patamar de 1993. Para ganho de capital, as taxas consideradas para este estudo são: período de 1997 a 2000 e 2013 a 2017, tributação de 39,6%; 2001, 39,10%; 2002, 38,36% e 2003 a 2012, 35%, sendo que estas taxas são 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. É importante considerar que se optou por utilizar a taxa máxima para operações com período inferior a um ano para padronizar o estudo.

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, no Brasil e Estados Unidos, pode-se afirmar que os dois mercados operam de forma distinta quando à tributação de dividendos.

### **3. Metodologia**

#### **3.1. Hipóteses de investigação**

A principal hipótese a ser testada neste estudo é a de que as ações de empresas com American Depositary Receipts (ADRs) têm uma distribuição de dividendos diferente daquelas sem ADRs. Nesse sentido, utiliza-se a presença de ADRs como um indicador para verificar o possível efeito da tributação sobre os dividendos. A expectativa é que empresas com ADRs distribuam uma proporção menor de seu lucro

líquido em dividendos, dada a maior tributação sobre dividendos nos Estados Unidos em comparação com o Brasil, corroborando assim a teoria da preferência fiscal. A hipótese analisada pode ser formulada da seguinte maneira: H0: Empresas brasileiras com ADRs tendem a distribuir uma proporção menor do lucro como dividendos em comparação com as empresas brasileiras sem ADRs, devido à maior tributação sobre dividendos nos Estados Unidos em relação ao Brasil.

Além da hipótese principal, foram analisadas diversas variáveis de controle para explicar o comportamento da política de dividendos. As seguintes relações foram investigadas:

1. Oportunidades de Investimento (Q de Tobin): Verificou-se se empresas com maiores oportunidades de investimento tendem a distribuir menos lucros em dividendos, uma vez que buscam direcionar recursos para aproveitar essas oportunidades.
2. Estabilidade na Política de Dividendos: Avaliou-se se altos dividendos no passado recente estão associados a altos dividendos no presente, buscando entender se as empresas mantêm uma certa consistência em sua política de dividendos ao longo do tempo.
3. Níveis de Caixa, Investimentos e Tangibilidade: Investigou-se se há uma relação positiva entre esses fatores e a distribuição de dividendos, considerando que empresas com mais caixa, investimentos e ativos tangíveis podem ter maior capacidade de distribuir dividendos.
4. Endividamento e Perdas: Verificou-se se há uma correlação negativa entre o endividamento e as perdas com a distribuição de dividendos, uma vez que empresas com altos níveis de endividamento ou períodos de prejuízo podem ter restrições na distribuição de dividendos.
5. Crescimento das Vendas: Investigou-se se um crescimento nas vendas está relacionado a uma distribuição mais favorável de dividendos, considerando que um desempenho positivo nas vendas pode refletir em maior capacidade de distribuição.
6. Volatilidade dos Lucros: Analisou-se se menores volatilidades nos lucros estão associadas a uma política de dividendos mais estável e previsível, uma vez

que empresas com lucros mais estáveis podem se sentir mais confortáveis em distribuir dividendos consistentes ao longo do tempo.

Esses determinantes da política de dividendos foram baseados em pesquisas empíricas anteriores sobre o tema, como as realizadas por Fama e French (2001) e Blis, Cheng e Denis (2015). A análise dessas variáveis permitirá uma compreensão mais abrangente dos fatores que influenciam as decisões das empresas brasileiras em relação à distribuição de dividendos, além de fornecer insights valiosos para gestores e investidores interessados no comportamento financeiro dessas empresas.

### 3.2. Métodos para tratamento dos dados

A amostra coletada para este estudo abrange o período de 1997 a 2017, no entanto, devido ao uso de uma variável com defasagem temporal (dividendos), o ano de 1997 é exclusivamente utilizado para criar essa defasagem. Portanto, a base de dados utilizada para as análises estatísticas compreende o período de 1998 a 2017. Com o objetivo de representar de forma adequada toda a população em estudo, optou-se por coletar toda a base de ações, dolarizada, no intervalo entre 1997 e 2017, levando em consideração que algumas empresas podem ter restrições na disponibilidade de dados.

Para garantir uma análise comparativa consistente, decidiu-se excluir o setor de bancos e instituições financeiras da amostra. Isso se deve ao fato de que esses setores possuem uma natureza distinta dos demais, o que poderia introduzir vies nos resultados.

A escolha da moeda dólar como unidade de medida foi feita com base na estabilidade dessa moeda e com o objetivo de manter a uniformidade das informações entre as bases de valores das ações das empresas brasileiras e dos American Depositary Receipts (ADRs), que são negociados em bolsas americanas.

Para identificar as empresas com ADRs, foi realizada uma consulta ao site da Bolsa de Nova York (Nyse, 2019), que indicou a presença de 61 ADRs durante o período da pesquisa. Essas informações foram utilizadas para compor a amostra específica das empresas com ADRs para análise comparativa.

A análise dos resultados foi realizada utilizando o software R, em conjunto com seu pacote acessório PLM na versão 3.6.1. Este software oferece ferramentas robustas e

adequadas para a realização de análises estatísticas avançadas, sendo uma escolha adequada para os propósitos deste estudo.

Por fim, foi estabelecido um nível de significância estatística de 5% (cinco por cento) para os testes realizados. Isso significa que os resultados foram considerados estatisticamente significativos se a probabilidade de ocorrência por acaso for menor que 5%, proporcionando uma base sólida para as conclusões e inferências derivadas da análise dos dados coletados.

### 3.3. Modelos Estatísticos

Para testar as hipóteses apresentadas serão verificadas variações do modelo de Lintner (1956), segundo o qual, o dividendo passado tende a explicar o dividendo futuro, ou seja, a política de dividendos definida tende a manter constância. Desta forma, colocou-se o modelo de Lintner como base e foram realizadas agregações para explicar os comportamentos de dividendos. Ressalta-se que a variável dividendo é o valor efetivamente pago por ação e os Juros Sobre Capital Próprio estão somados ao valor dos dividendos pagos. A variável ADR foi criada como uma *dummy*, indicando se a empresa tem ações brasileiras nos EUA ou não.

Lintner (1956) desenvolveu o modelo de Lintner, mostrado a seguir, para mostrar que a variação dos dividendos é menor que a dos lucros (resultados apurados).

$$\Delta D_{it} = a_i + c_i(D^*_{it} - D_{i(t-1)}) + \mu_{it} \quad (1)$$

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  $I_i$ , 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, 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 a esperada em função dos outros termos na equação. A variável  $u$  representa a discrepância entre a mudança observada e a esperada em função dos outros termos na equação.

Para o autor, os impostos e as políticas de dividendos 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. Na sequência são apresentados os modelos avaliados neste trabalho.

### 3.3.1. Modelo de Lintner Sem Variável ADR

$$Dividendos_{(i,t)} = \beta_1 Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_2 Lucro\ Líquido_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)}; \quad (2)$$

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

### 3.3.2. Modelo de Lintner com variável ADR

$$Dividendos_{(i,t)} = \beta_1 Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_2 Lucro\ Líquido_{(i,t)} + \beta_3 ADR_{(i,t)} + \beta_4 ADR \times Lucro\ Líquido_{(i,t)} + \beta_5 ADR_{(i,t)} \times Dividendos_{(i,t-1)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)} \quad (3)$$

Onde:  $ADR_{(i,t)}$  é uma variável dummy que indica se a empresa possui 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;  $ADR \times Lucro\ Líquido_{(i,t)}$  é a interação entre o lucro líquido recebido pelo ativo  $i$  no tempo  $t$ , e a ação ser ADR.

### 3.3.3. Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR

O modelo é descrito a seguir:

$$Dividendos_{(i,t)} = \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q \text{ de Tobin}_{(i,t)} + \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} + \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} + \beta_{10} Cresc Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade Lucros_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)} \quad (4)$$

Onde: *Investimento*<sub>(i,t)</sub> é o dividendo recebido no ano anterior pelo ativo i no tempo t; *Q de Tobin*<sub>(i,t)</sub> é o indicador Q de Tobin do ativo i no tempo t; *Tamanho*<sub>(i,t)</sub> é o tamanho do ativo i no tempo t; *Caixa*<sub>(i,t)</sub> é o caixa do ativo i no tempo t; *Liquidez*<sub>(i,t)</sub> é a liquidez do ativo i no tempo t; *Tangibilidade*<sub>(i,t)</sub> é a tangibilidade do ativo i no tempo t; *Dívida*<sub>(i,t)</sub> é a dívida do ativo i no tempo t; *Perda*<sub>(i,t)</sub> é a perda do ativo i no tempo t; *Cresc Vendas*<sub>(i,t)</sub> é o crescimento de vendas do ativo i no tempo t; *Volatilidade Lucros*<sub>(i,t)</sub> é a volatilidade dos lucros do ativo i no tempo t.

### 3.3.4. Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem

$$Dividendos_{(i,t)} = \beta_1 Investimento_{(i,t)} + \beta_2 Lucro Líquido_{(i,t)} + \beta_3 Q \text{ de Tobin}_{(i,t)} + \beta_4 Tamanho_{(i,t)} + \beta_5 Caixa_{(i,t)} + \beta_6 Liquidez_{(i,t)} + \beta_7 Tangibilidade_{(i,t)} + \beta_8 Dívida_{(i,t)} + \beta_9 Perda_{(i,t)} + \beta_{10} Cresc Vendas_{(i,t)} + \beta_{11} Volatilidade Lucros_{(i,t)} + \beta_{12} ADR_{(i,t)} + \beta_{13} Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_{14} ADR \times Dividendos_{(i,t-1)} + \beta_{15} ADR \times Lucro Líquido_{(i,t)} + \mu_i + \varepsilon_{(i,t)} \quad (5)$$

No quadro 1, pode-se ver as variáveis utilizadas (que foram extraídas da Económica), assim como a motivação e o sinal dos betas esperados para cada uma delas.

Quadro 1 – Variáveis utilizadas

Variável	Motivação	Referências
ADR	Espera-se que seja negativo, pois o imposto sobre dividendos é maior nos EUA do que no Brasil	Variável do estudo
ADR x Dividendo Lag	Espera-se que seja negativo, pois em empresas que possuem maior tributação sobre dividendos é menor a disposição para distribuir lucros	Variável do estudo

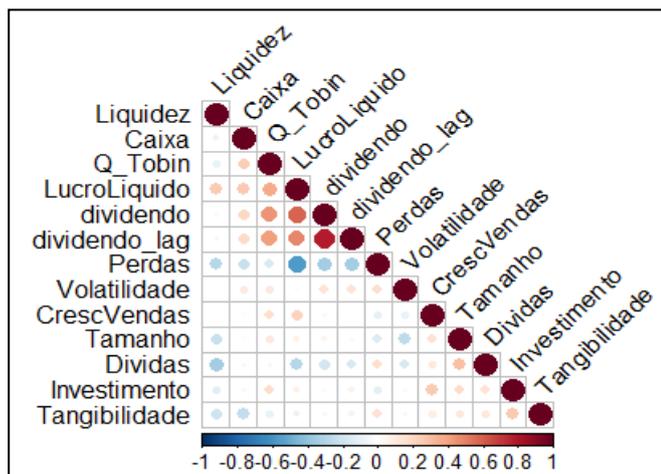
ADR x Lucro Líquido	Espera-se que seja negativo, pois os acionistas de empresas emissoras de ADR têm maior tributação sobre, portanto, menor disposição para distribuir lucros	Variável do estudo
Caixa	Espera-se que seja positivo, pois empresas com melhor saúde financeira têm maior acesso a crédito e maiores condições de distribuir lucros	Fama e French (2001); Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Crescimento de Vendas	Espera-se que seja negativo, pois para investimento as empresas retêm maior parcela de lucro, distribuindo menos dividendos	Fama e French (2001)
Dívidas	Espera-se que seja negativo, pois empresas com altas dívidas precisam consumir seus recursos para honrar o endividamento	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Dividendo Lag	Os gestores relutam em alterar sua política de dividendos. Altos dividendos no passado tendem a ser seguidos por altos dividendos no futuro	Lintner 1956.
Investimento	Espera-se que seja negativo, pois investimentos competem com os dividendos pelos recursos escassos da empresa	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Liquidez	Espera-se que seja positivo, na mesma linha de tamanho e caixa, mais caixa indica mais condições de pagar dividendos	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Lucro Líquido	Espera-se que seja positivo, quanto maior o lucro líquido, maior tende a ser o dividendo	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	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015).
Q de Tobin	Espera-se que seja negativo, pois será maior o incentivo para as empresas investirem, distribuindo menos dividendos	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, portanto, maiores condições de distribuir lucros	Fama e French (2001)
Tangibilidade	Espera-se que seja positivo, pois contribui para a persistência do desempenho superior das firmas, além de maior capacidade de crédito, podendo assumir maiores dividendos	Fama e French (2001); Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)
Volatilidade Lucros	Espera-se que seja negativo, pois a empresa não tem estabilidade de resultados e precisa de caixa para adversidades	Bliss, B. A., Cheng, Y., Denis, C. (2015)

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

#### 4 MODELOS APLICADOS

Na figura 1 demonstra-se a correlação das variáveis, de menos -1 (correlação negativa perfeita) até + 1 (correlação positiva perfeita). Percebe-se que a variável mais correlacionada com o dividendo é o próprio dividendo passado. Além disso, o dividendo tem correlação positiva alta com lucro líquido, por outro lado, também tem correlação negativa considerável com a variável de perda. Como a variável ADR é dicotômica foi realizado o teste da correlação bisserial entre ADR e dividendos. O valor do teste foi de -0.00067, não indicando correlação direta entre ADR e dividendos.

Figura 1: Correlação das Variáveis



Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

#### 4.1. Análise dos modelos de dados em painel

As informações apresentadas foram construídas com base em um modelo de efeitos fixos, com correção para heterocedasticidade, garantindo assim a robustez e confiabilidade das análises realizadas. Todos os modelos apresentados foram estatisticamente significativos, o que nos permite focar a discussão nos comportamentos das variáveis fundamentais para explicar a distribuição de dividendos.

Na Tabela 1 a seguir, podemos observar que, para todos os modelos, as variáveis Dividendos (Lag) e Lucro Líquido foram significativas e demonstram grande importância. Isso indica que os dividendos atuais respondem às variações no lucro e também são influenciados pelos dividendos distribuídos no passado. É interessante notar que a variável ADR não se mostrou significativa individualmente em nenhum dos modelos apresentados. No entanto, a interação "ADR x Lucro Líquido" é significativa ou se aproxima muito disso. Isso sugere que empresas com ADR tendem a distribuir uma proporção menor de seus lucros em dividendos em comparação com empresas sem ADR, o que confirma a teoria da preferência fiscal.

Em relação às demais variáveis, observamos que o Tamanho, o Crescimento de Vendas, a Liquidez, as Dívidas e as Perdas apresentaram relação inversa com a distribuição de dividendos. Ou seja, quanto maior o tamanho da empresa, maior seu crescimento de vendas, sua liquidez, suas dívidas e suas perdas, menor tende a ser a distribuição de dividendos. Esse comportamento faz sentido, pois empresas com dívidas

elevadas ou enfrentando períodos de perdas podem ter restrições na distribuição de dividendos. Além disso, quando as empresas estão em crescimento e buscando aumentar sua participação de mercado, é comum que optem por reinvestir os lucros em vez de distribuí-los aos acionistas.

Por outro lado, a variável Q de Tobin apresentou uma relação positiva com a distribuição de dividendos. Isso significa que quanto maior o valor Q de Tobin, maior tende a ser a distribuição dos dividendos pela empresa. Essa relação pode indicar que empresas com maiores oportunidades de investimento, refletidas pelo valor Q de Tobin, optam por distribuir parte de seus lucros aos acionistas como forma de recompensá-los e manter sua atratividade no mercado.

Em resumo, os resultados apontam para uma série de fatores que influenciam a política de distribuição de dividendos das empresas brasileiras. A presença de ADRs indica uma tendência de menor distribuição de dividendos em relação ao lucro, alinhando-se com a teoria da preferência fiscal. Além disso, fatores como tamanho da empresa, crescimento de vendas, liquidez, dívidas, perdas e oportunidades de investimento (Q de Tobin) desempenham papéis importantes na decisão das empresas em relação à distribuição de seus lucros aos acionistas. Essas conclusões fornecem insights valiosos para gestores, investidores e reguladores interessados na compreensão dos padrões de dividendos das empresas brasileiras.

Tabela 1: Resultado dos Modelos

<b>Modelo</b>	<b>Dividendos</b>	<b>Coef.</b>	<b>Std. Err.</b>	<b>T</b>	<b>P&gt;t</b>
<b>Modelo de Lintner Sem Variável ADR</b>	Dividendos (Lag)	0,3779	0,0361	10,4586	0
	Lucro Líquido	0,1386	0,0133	10,4075	0
<b>Modelo de Lintner Com Variável ADR</b>	Dividendos (Lag)	0,3737	0,038	9,8225	0
	Lucro Líquido	0,1422	0,0141	10,0688	0
	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	0,085
	Investimento	-0,0138	0,0105	-1,3228	0,186
<b>Modelo de Lintner Expandido sem variável ADR</b>	Lucro Líquido	0,133	0,0165	8,04	0
	Q de Tobin	0,0067	0,0015	4,3925	0
	Tamanho	-0,004	0,0024	-1,6729	0,0945
	Caixa	0,001	0,0112	0,0925	0,9263

<b>Modelo de Lintner Expandido com variável ADR e defasagem</b>	Liquidez	-0,0136	0,0066	-2,0713	0,0384
	Tangibilidade	0,0072	0,0052	1,3944	0,1633
	Dívida	-0,019	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
	Investimento	-0,0292	0,0108	-2,7075	0,0068
	Dividendos (Lag)	0,3452	0,039	8,8506	0
	Lucro Líquido	0,1369	0,0161	8,491	0
	ADR	0	0,0032	-0,0117	0,9907
	Q de Tobin	0,0048	0,0013	3,5925	0,0003
	Tamanho	-0,0024	0,0021	-1,114	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	2,237	0,0254
	Dívida	-0,0131	0,0062	-2,1045	0,0354
	Perdas	-0,0006	0,0006	-1,0908	0,2755
	Cresc Vendas	-0,003	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

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

#### 4.2. Avaliação dos modelos

A seguir é apresentada a tabela 2, com R quadrado dos modelos.

Tabela 2: Resultados

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

Fonte: Elaborado pelo autor (2019).

Para os modelos apresentados é exposto o R Quadrado, que diz quanto as variáveis explicam o comportamento da variável resposta. Por exemplo, o modelo

‘Lintner Expandido sem variável ADR’ explica 19,07% do comportamento da distribuição de Dividendos. Pode-se realizar algumas inferências ao avaliar o comportamento conjunto dos modelos:

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’;

b) As interações entre ADR e Lucro Líquido são, em geral, significativas ou próximas de serem significativas (entre 5% e 15%). 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. O aumento de dividendos é maior em ações sem ADRs do que com ADRs, quando se aumenta o lucro líquido. Com isso, a interação entre ADR e lucro líquido ajuda a validar a hipótese principal. Ainda, o fato desta relação ser a mesma quando se utiliza a variável de tributação no lugar da ADR, corrobora com a distribuição de dividendos alterar quando há diferentes políticas tributárias envolvidas;

c) Quanto às demais variáveis avaliadas: 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. 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 esperado. As variáveis tamanho, caixa, perdas, crescimento de vendas e volatilidade dos lucros não foram significativas, não tendo suas hipóteses confirmadas ou negadas. A seguir, o modelo sugerido pelo presente estudo:

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

## 5. Resultados e Discussões

O estudo revelou que empresas brasileiras com ADR tendem a distribuir menos dividendos do que empresas brasileiras sem ADR, considerando a relação com o lucro líquido. Esta diferença na política de dividendos é atribuída à tributação sobre dividendos nos Estados Unidos, onde os investidores que possuem ADR são afetados por uma maior incidência de impostos. Por outro lado, no Brasil, onde o tributo sobre dividendos é zero, os investidores locais acabam recebendo menos dividendos.

A teoria da preferência fiscal, fundamentada em Lintner (1956), foi confirmada neste estudo, evidenciando que as empresas com ADR seguem uma política de dividendos que busca atender às preferências tributárias dos acionistas que compram esses recibos nos EUA.

Um dos principais achados deste estudo foi a importância da variável de dividendos pagos no ano anterior. Essa variável demonstrou ser um forte indicador da política de dividendos das empresas, confirmando a ideia de constância de dividendos. Empresas que pagaram bons dividendos no passado têm uma tendência a manter essa política no futuro, conforme sugerido por Elton e Gruber (1970) e Bhattacharia (1979).

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

Os resultados deste estudo também corroboram com Procianoy e Snider (1994), que demonstraram que quando o imposto é maior, as empresas tendem a pagar menos dividendos e, quando é menor, as empresas pagam mais dividendos. Nesse estudo pode-

se verificar que 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 outras variáveis avaliadas, percebemos que o tamanho da empresa, o crescimento de vendas, a liquidez, as dívidas, as perdas e o indicador Q de Tobin desempenham papéis importantes na decisão de distribuição de dividendos. Empresas com maiores oportunidades de investimento, medidas pelo Q de Tobin, tendem a distribuir mais dividendos, enquanto aquelas com maiores dívidas ou em fase de crescimento optam por reter mais lucros.

Por fim, a legislação brasileira que estabelece um dividendo mínimo obrigatório pode limitar a flexibilidade das empresas em ajustar suas políticas de dividendos, contribuindo para a constância observada.

Dessa forma, a análise da relação entre as empresas brasileiras com ADR e sua política de dividendos revela importantes implicações para investidores, gestores e reguladores. A compreensão desses padrões pode auxiliar na tomada de decisões de investimento, na gestão financeira das empresas e na elaboração de políticas tributárias mais eficientes e alinhadas com as preferências dos acionistas. O modelo 'Lintner Expandido com variável ADR e defasagem' foi destacado como o mais adequado para explicar a distribuição de dividendos, consolidando as conclusões deste estudo.

## **6. Conclusões**

Inicialmente foi feita uma abordagem teórica quanto às teorias relacionadas às políticas de dividendos, considerando que não há consenso ou regra que explique as decisões adotadas pelas companhias, em razão dos cenários econômicos, conflitos de interesses ou por conta das diferentes tributações dos países.

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 empresas brasileiras com e 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 mercados em questão, 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.

As conclusões vão ao encontro da hipótese  $H_0$ , mostrando que as empresas brasileiras com ADRs tendem a distribuir uma parcela menor do lucro na forma de dividendos se comparadas às empresas brasileiras sem ADRs, visto que nos EUA a tributação sobre dividendos é maior do que no Brasil.

A importância desse tema se estende para além do impacto direto nos investidores, pois compreender as decisões de política de dividendos também fornece insights valiosos sobre outras questões financeiras das empresas. O volume de dividendos distribuído pode influenciar a alavancagem, os investimentos disponíveis e a quantidade de caixa em mãos, fatores essenciais nas decisões estratégicas em finanças corporativas.

Observa-se, ainda, outra desvantagem para o investidor que comprar ações no Brasil, sendo que este, além de receber o dividendo menor, têm sua ação valorizada, o que impacta na hora da venda da ação, pois aumenta o ganho de capital, o qual é tributado no Brasil.

Quanto à importância do tema, pode-se afirmar que um entendimento maior sobre as decisões de política de dividendos pode ajudar a compreender outras questões financeiras das companhias, considerando que o volume de dividendos distribuído pode influenciar a alavancagem, o volume de investimentos e de caixa disponíveis, sendo que tais situações formam os pilares das decisões mais importantes em finanças corporativas.

Corroborando com Procianoy e Poli (1993), os quais afirmaram que a operacionalização de uma política de dividendos para as empresas aumenta o montante a ser pago como dividendos, resultando em maior desenvolvimento, pode-se dizer que

os investidores buscarão por ações que gerem ganho líquido maior, resultado de uma economia fiscal programada, sendo que o efeito clientela aparece nesta nova roupagem, afirmando que a política de dividendos é relevante e maximiza o valor da empresa.

Para estudos futuros, pretende-se criar um modelo que avalie de forma conjunta a distribuição de dividendos com a valorização do preço das ações, uma vez que ações classificadas como ADR tendem a distribuir dividendos menores quando há aumento no lucro líquido. Não foram realizadas comparações para apurar se as ações 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 e, de outro, ações ADR que têm valorização maior, ou melhor distribuição de juros sobre capital. Este estudo contribui para o entendimento desses padrões e suas implicações nos mercados financeiros.

## REFERÊNCIAS

Assaf Neto, A. (2003). *Finanças corporativas e valor* (1st ed.). Porto Alegre: Atlas.

Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), 259-270. URL: [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).

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*, 115 (3), 521–540. URL: <https://ideas.repec.org/a/eee/jfinec/v115y2015i3p521-540.html>

Bueno, A. F. (2000). *Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras* [Master's thesis, Universidade de São Paulo]. São Paulo: Universidade de São Paulo.

Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. *Review of Economics & Statistics*, 52 (2), 68-74. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~eelton/papers/70-feb.pdf>

Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43. URL: [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)

Congresso dos Estados Unidos. (2003). *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*. URL: <https://www.congress.gov/108/plaws/publ27/PLAW-108publ27.htm>

Brasil. (1988). Lei n.º 7.713, de 22 de dezembro de 1988. *Altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências*. URL: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/17713.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/17713.htm)

Brasil. (1991). Lei n.º 8.383, de 30 de dezembro de 1991. *Institui a Unidade Fiscal de Referência, altera a legislação do imposto de renda e dá outras providências*. URL: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L8383.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8383.htm)

Brasil. (1995). Lei n.º 8.981, de 20 de janeiro de 1995. *Altera a legislação tributária Federal e dá outras providências*. URL: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1995/lei-8981-20-janeiro-1995-374786-norma-pl.html>

Brasil. (2016). Lei n.º 13.259, de 16 de março de 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*. URL:

<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/2016/lei-13259-16-marco-2016-782560-normaatualizada-pl.html>

Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends retained earnings, and taxes. *American Economic Review*, 46 (2), 97-113. URL: [http://ecsocman.hse.ru/data/890/126/1231/lintner\\_1956.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/890/126/1231/lintner_1956.pdf)

Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*, 34, 411-433. URL: [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)

NYSE. (2019). *Listagens Internacionais*. URL: <https://www.nyse.com/listings/international-listings#documents>

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*, 33 (4). URL: <https://www.fgv.br/rae/artigos/revista-rae-vol-33-num-4-ano-1993-nid-44294/>

Procianoy, J. L., & Snider, H. K. (1994). *Tax changes and dividend payouts: is shareholders' wealth maximized in Brasil?* [Conference presentation]. The European Financial Management Association's 4th Annual Conference, London.

Santos, J. F., & Galvão, K. S. (2015). Política de dividendos e seus fatores determinantes: evidenciando a ausência de consenso teórico-empírico. *Revista FAE*, 18 (1), 52-69. URL: <https://revistafae.fae.edu/revistafae/article/view/31/31>