

## 2

### **Tributos sobre transações em bolsa, governança e estilos de investimento**

Um tributo sobre transações na bolsa de valores – como a CPMF – representa um aumento nos custos de transação que, em princípio, deve reduzir o volume negociado de ações. Nesta seção, descrevemos razões para que a queda do volume associada à CPMF seja sensível ao estilo da ação e à política de dividendos das firmas.

#### 2.1

##### **Estilos de Investimento**

Seguindo Fama e French (1992), iremos nos concentrar em dois estilos de investimento: valor e crescimento. O estilo de investimento valor refere-se a estratégias que se concentram em ações cujos preços são baixos quando comparados aos lucros auferidos pela firma. Fama e French associam tais ações a um maior risco, daí o fato de terem preços relativamente baixos. Ao contrário, os investimentos do tipo crescimento, nosso segundo estilo de investimento, são representados por ações cujos preços são altos relativamente ao lucro da firma. Por isso, estas ações estariam associadas a um menor risco.

Ações mais arriscadas – estilo valor – embutem elevados custos de transação em estratégias de investimento usualmente empregadas. Por exemplo, considere estratégias que limitam perdas. Estas estratégias forçam a venda de ações cujos preços caem abaixo de um determinado patamar. Como ações mais voláteis são mais prováveis de ultrapassarem o patamar mínimo, a expectativa de venda é maior e, conseqüentemente, a probabilidade de incorrer no custo da CPMF também é maior. Portanto, a associação entre risco e o estilo de investimento valor – proposto por Fama e French (1992) – sugere que a CPMF tenha afetado mais fortemente ações do estilo valor do que ações do estilo crescimento.

Ações sujeitas a bolhas (racionais ou não) podem ter uma alta relação entre preço e lucro – como no estilo crescimento – sem necessariamente estarem associadas a baixo risco. Na bolha, o preço alto se dá pela expectativa de que o preço vá continuar a subir, independentemente do crescimento dos dividendos.<sup>1</sup>

É plausível que bolhas estejam associadas a volumes anormais de transações. Afinal, o risco de implosão da bolha provavelmente induz que investidores avessos ao risco periodicamente desfaçam posições nos ativos superavaliados. Segue que um aumento de custos de transação pode quebrar a cadeia de compras e vendas associada aos ganhos de capital que sustentam a bolha. Custos de transação, pois, podem implodir bolhas e acabar com o volume anormal de transações.

Evidentemente, nem toda ação do estilo crescimento está necessariamente associada a bolhas. Entretanto, se tal associação existe para uma fração relevante de ações do estilo crescimento, então a CPMF pode causar uma queda mais significativa do volume das ações valor vis-à-vis as ações do estilo valor.

Temos assim duas hipóteses conflitantes sobre o efeito relativo da CPMF nos estilos valor e crescimento. Por um lado, a associação entre risco e estilo valor implica uma queda mais acentuada do volume de transações das ações do estilo valor. Por outro lado, a associação entre bolhas especulativas e estilo crescimento implica uma queda mais acentuada no volume das ações do estilo crescimento.

## 2.2

### **Política de dividendos e ADRs**

Há pelo menos uma razão para que investidores respondam a um aumento dos custos de transação dando prioridade a ações que paguem mais dividendos. Dividendos reduzem a probabilidade de que os investidores tenham que vender ações – incorrendo no custo da CPMF – em resposta a uma necessidade de liquidez. Desta forma, ações que pagam dividendos altos relativamente ao lucro da firma (payout elevado) tornam-se mais demandadas por investidores que são

---

<sup>1</sup> Ver, por exemplo, Shiller (1989) e Blanchard e Watson (1982).

mais sujeitos a choques de liquidez, o que, por sua vez, gera incentivos para que as firmas se comprometam com políticas de dividendos elevados.<sup>2</sup>

Reese e Weisbach (2002) argumentam que o papel disciplinador do SEC – o órgão regulador do mercado de capitais americano – se estende para firmas estrangeiras que emitem títulos, como as American Depositary Receipts (ADR), nos Estados Unidos. Segundo estes autores, a emissão de ADRs é, portanto, um exemplo na mudança de estrutura de governança que compromete a gestão corporativa com políticas que, em vez de privilegiar acionistas controladores, libera recursos para políticas de dividendos mais elevados que beneficiam os acionistas minoritários. Espera-se assim que investidores minoritários aumentem a demanda por ações de firmas que emitem ADRs, aumento este que deve incrementar o volume de transações.

O argumento de governança de Reese e Weisbach (2002) independe da existência de um tributo sobre transações na bolsa. Logo, não explica uma fuga de transações para bolsas de outros países, como Umlauf (1993) documentou quando a alíquota sobre a bolsa sueca aumentou em 0,5 por cento. Em contraste, a fuga para bolsas estrangeiras é central para um argumento bastante difundido na mídia especializada brasileira: firmas brasileiras emitiriam ADRs para que as transações das ações migrassem da Bovespa para as bolsas americanas, devido ao aumento de custos provocados pela CPMF. Segundo este argumento, um aumento da alíquota da CPMF aumenta os incentivos para migração, reduzindo o volume de transações na Bovespa.

Em resumo, há razões para que os efeitos da CPMF sobre o volume de transações mudem de acordo com os estilo de investimento da firma e a política de dividendos. A CPMF gera incentivos para um aumento do volume de negociações em ações de firmas que paguem mais dividendos, e incentivos ambíguos para o volume negociado de ações de firmas que emitem ADRs e ações

---

<sup>2</sup> Maug (1998) argumenta que um aumento da demanda por investidores institucionais (e.g., fundos de pensão como Previ, Petros e Sistel) pode reduzir o volume negociado de ações, porque estes investidores buscam blocos de controle que reduzem o montante de ações livres para negociação. Entretanto, é pouco provável que investidores institucionais estejam suscetíveis a choques de liquidez que aumentem o custo esperado da CPMF. Um aumento da demanda por ações que pagam dividendos deve, portanto, elevar os volumes negociados destas ações, gerando assim incentivos para estruturas de governança que comprometam a firma com políticas de dividendo agressivas e maior proteção aos acionistas minoritários.

dos estilos valor e crescimento. A próxima seção descreve a evolução da alíquota da CPMF e o comportamento do mercado acionário no período amostral.