



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA,
CONTABILIDADE E SECRETARIADO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E
CONTROLADORIA**

MARIA DO SOCORRO ABREU DE PAULO

**DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS ABERTAS: UM ESTUDO
SOBRE OS FATORES QUE AFETAM A DECISÃO DE PAGAR JUROS SOBRE
CAPITAL PRÓPRIO**

FORTALEZA

2015

SOCORRO ABREU

**DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS ABERTAS: UM ESTUDO
SOBRE OS FATORES QUE AFETAM A DECISÃO DE PAGAR JUROS SOBRE
CAPITAL PRÓPRIO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria.

Orientadora: Profa. Dr^a Roberta Carvalho de Alencar

FORTALEZA

2015

SOCORRO ABREU

**DISTRIBUIÇÃO DE RESULTADOS EM COMPANHIAS ABERTAS: UM ESTUDO
SOBRE OS FATORES QUE AFETAM A DECISÃO DE PAGAR JUROS SOBRE
CAPITAL PRÓPRIO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Controladoria. Área de concentração: Administração e Controladoria.

Aprovada em: __/__/____.

BANCA EXAMINADORA

Prof^a Dr^a. Roberta Carvalho de Alencar (Orientadora)

Universidade Federal do Ceará – UFC

Prof^a Dr^a Marcelle Colares de Oliveira

Universidade Federal do Ceará – UFC

Prof^a Dr^a Maria Clara Cavalcante Bugarim

Universidade de Fortaleza - UNIFOR

Aos meus Pais, Milton (in memoriam) e Dulcinéa, pelo amor a mim dedicado. Ao meu esposo Clayton, pelo companheirismo e aos meus filhos Giovana e Victor.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus e Nossa Senhora, fontes da vida e inspiração eterna durante todas as etapas de minha existência.

Aos meus pais, Milton (in memoriam) e Dulcinéa e irmãos, Regina, Rejane, Adla e Milton Júnior, pelo amor, carinho e apoio durante todo este processo e em todos os outros momentos de minha vida.

A meu amado, Clayton Paulo, simplesmente fantástico e meus filhos Giovana e Victor.

A minha orientadora, Professora Doutora Roberta Carvalho Alencar que, além de todo o apoio e preciosas orientações, é uma pessoa maravilhosa.

Ao Professor Doutor Lázaro Ramos, Coordenador do Curso de mestrado por ter acreditado no meu trabalho.

A Professora Doutora Marcelle Colares pelo apoio e a quem aprendi a admirar por seus conselhos.

A Professora Doutora Prof^a Dr^a Maria Clara Cavalcante Bugarim, pela ajuda e participação na banca de qualificação.

Aos grandes amigos de infância que me apoiam em todos os momentos.

Aos Professores do Curso de Programa de Pós-Graduação em Administração e Controladoria da Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado da Universidade Federal do Ceará.

“Mas os que esperam no senhor renovarão as suas forças, subirão com asas como águias, correrão e não se cansarão, caminharão e não se fatigarão”. (Isaías, 40:31).

RESUMO

A utilização de Juros Sobre Capital Próprio como forma de distribuição de resultados proporciona ganhos fiscais às empresas que adotam esta forma, em substituição aos dividendos. Tendo em vista tal vantagem, é de se esperar que empresas lucrativas, com Imposto de Renda e Contribuição Social sobre Lucros a pagar optem pelo pagamento de Juros Sobre Capital Próprio. No entanto, pesquisas demonstram que mesmo grandes empresas, com ações cotadas em Bolsa não adotam esta estratégia. Uma possível explicação deste fenômeno é a existência de conflitos de interesse entre empresa e acionistas controladores que seriam prejudicados por este tipo de distribuição. Este trabalho investiga se empresas com melhores níveis de Governança Corporativa têm maior propensão a pagar Juros Sobre Capital Próprio, dentre uma amostra de 168 das maiores companhias abertas brasileiras, com dados coletados para os anos de 2010, 2011, 2012 e 2013. Por meio do uso da técnica de Regressão Logística, concluiu-se uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa tem mais de chance de pagar Juros Sobre Capital Próprio do que as demais, considerando-se os dados dos anos de 2010 a 2013. A pesquisa realizada introduz uma nova abordagem no que diz respeito ao estudo sobre a distribuição de JSCP no Brasil, utilizando como variável explicativa o nível de governança corporativa, acrescentando aos achados de estudos anteriores.

Palavras-chave: Juros sobre capital próprio. Governança Corporativa. Conflito de agência. Remuneração de acionistas.

ABSTRACT

The use of interest on capital as a form of profit sharing provides tax gains to companies that adopt this form, in lieu of dividends. Given this advantage, it is expected that profitable companies with Income Tax and Social Contribution on Profit payable opt for the payment of Interest on Own Capital. However, research shows that even large companies with shares listed on the Stock Exchange do not adopt this strategy. A possible explanation of this phenomenon is the existence of conflicts of interest between the company and controlling shareholders who would be adversely affected by this type of distribution. This paper investigates whether companies with the best levels of corporate governance are more likely to pay interest on equity, among a sample of 168 of the largest Brazilian companies, with data collected for the years 2010, 2011, 2012 and 2013. Through the use of logistic regression technique, concluded a company with highest level of Corporate Governance has more chance of paying interest on equity than the others, considering the data from the years 2010 to 2013. The same technique applied to 2007 year data pointed in the same direction, but without statistical significance. The research introduces a new approach with regard to the study on the JSCP distribution in Brazil, using as an explanatory variable the level of corporate governance, adding to the findings of previous studies.

Keywords: Interest over personal capital. Corporate governance. Agency conflict . Remuneration of shareholders.

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 Ilustração das três teorias de política de Dividendos	31
QUADRO 2 Estudos realizados no Brasil sobre a relevância dos dividendos.....	31
QUADRO 3 Vantagens e desvantagens da utilização dos JSCP.....	37
QUADRO 4 Ramo de atividade	41
QUADRO 5 Conflito de agência entre controladores Pessoa jurídica versus acionista minoritário pessoa física.....	45
QUADRO 6 Relação de empresas – Objeto de análise.....	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Dividendos x JSCP.....	35
Tabela 2 – Distribuição das empresas em 2010.....	53
Tabela 3 – Distribuição das empresas em 2010.....	53
Tabela 4 – Estatísticas descritivas para o ano de 2010.....	53
Tabela 5 – Distribuição das empresas em 2011.....	54
Tabela 6 – Estatísticas descritivas para o ano de 2011.....	55
Tabela 7 – Distribuição das empresas em 2012.....	55
Tabela 8 – Estatísticas descritivas para 2012.....	56
Tabela 9 – Distribuição das empresas em 2013.....	56
Tabela 10 – Estatísticas descritivas para 2012.....	57
Tabela 11 – Opção de distribuição dos lucros por setor.....	57
Tabela 12 – Regressão logística para o JSCP.....	58

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BP Balanço Patrimonial

BMFBOVESPA Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

BOVESPA Bolsa de Valores de São Paulo

CARF Conselho Administrativo de Recursos Fiscais

COFINS Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CSLL Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CVM Comissão de Valores Mobiliários

DRE Demonstração do Resultado do Exercício

IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IBPT Instituto Brasileiro de Planejamento Tributário

IN Instrução Normativa

IR Imposto de Renda

IRPF Imposto de Renda Pessoa Física

IRPJ Imposto de Renda da Pessoa Jurídica

IRRF Imposto de Renda na Fonte

JSCP Juros Sobre Capital Próprio

OCDE Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PIS Programa de Integração Social

P.F. Pessoa Física

P.J. Pessoa Jurídica

RIR Regulamento do Imposto de Renda

SA Sociedade Anônima

SRF Secretaria da Receita Federal

TJLP Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	12
2. REVISÃO LITERATURA	19
2.1 Governança Corporativa.....	19
2.1.1 Estrutura Conceitual.....	19
2.1.2 Princípios.....	24
2.1.3 Segmentos Especiais de Listagem da BM&FBOVESPA.....	25
2.2 Estrutura de Capital e Política de Dividendos.....	27
2.3 Teorias sobre a Política de Dividendos.....	29
2.3.1 Estudos Anteriores sobre a Política de Dividendos.....	31
2.4 Juros Sobre o Capital Próprio.....	34
2.5 Conflito de Agência Sob a Ótica da Remuneração de Acionistas.....	44
3. METODOLOGIA.....	46
3.1 Tipologia do Estudo.....	46
3.2 População.....	48
3.3 Variáveis.....	49
3.4 Coleta de dados.....	50
3.5 Regressão Logística.....	51
4. Análise de Resultados.....	55
5. Considerações finais.....	62
6. Referências.....	64

1 INTRODUÇÃO

A escolha por uma política de dividendos adequada constitui-se em uma das principais decisões da administração financeira no contexto organizacional, em virtude de ser uma medida determinante para o estabelecimento do montante de fundos a serem pagos aos investidores, bem como os montantes que devem ser retidos. Em outras palavras, a decisão do pagamento dos dividendos deve considerar a maximização do retorno aos acionistas e, ao mesmo tempo, contribuir para a definição da forma de financiamento de futuros investimentos.

Martins e Famá (2012) afirmam que até o início dos anos 60, alicerçada na teoria do “pássaro na mão” de Gordon (1959) e Lintner (1956), prevalecia a concepção de que a política financeira concernente à distribuição de dividendos exercia influência no valor das ações. A referida teoria pressupunha que os acionistas priorizavam dividendos correntes em oposição a dividendos futuros e ganhos de capital, uma vez que, no primeiro caso, haveria minimização da imprecisão dos investidores, em consequência dos descontos dos rendimentos da empresa a uma taxa menor e, se mantidas inalteradas as demais variáveis, resultaria na ascensão do preço das ações.

Contrapondo a teoria do “pássaro na mão”, existe a hipótese da irrelevância de Modigliani e Miller (1961). Apoiados na hipótese de mercado perfeito, na racionalidade dos agentes e na inexistência dos custos de transação, os autores defendem que não existe uma condição financeira ótima entre capital próprio e de terceiros capaz de repercutir de forma positiva no valor das ações. Como resultado, a cotação da ação não resultaria de uma elementar reestruturação do financiamento, a exemplo da alteração da política de retenção de lucros. (LOSS, 2004).

Além da distribuição de dividendos enquanto sistema de pagamento aos acionistas, a legislação brasileira concede às organizações a alternativa de remuneração por meio dos Juros sobre Capital Próprio - JSCP, conforme lecionam Santos, Rezende e Marques (2005, p.51):

Os Juros sobre o Capital Próprio (JSCP) foram regulamentados em 1995, por meio da Lei nº 9.249, de 26 de dezembro do referido ano. O artigo 9º desta lei e suas alterações (em virtude da Lei nº 9.430, de 30/12/96), tornam facultativa às empresas a dedução da base de cálculo do imposto sobre a renda, com o propósito de remunerar o capital próprio, dos juros

pagos ou creditados individualmente a titular, sócio ou acionista. Tais juros são calculados sobre as contas do patrimônio líquido e são limitados à variação, *pro rata die*, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP.

O pagamento de juros sobre o capital próprio carrega consigo algumas particularidades, que devem ser analisadas caso a caso. O referido tipo de remuneração merece atenção em especial, quando se considera que o pagamento de acionistas na modalidade de juros incorre em tributação, o que não se verifica quando se remunera por meio de dividendos. Desse modo, faz-se necessária uma reflexão sobre a definição de uma política de dividendos transparente, a qual deve transmitir e justificar a decisão da empresa (MARTINS; FAMÁ, 2012).

Os Juros Sobre Capital Próprio podem ser considerados, ainda segundo Santos, Rezende e Marques (2005), um relevante instrumento de planejamento financeiro e tributário, possibilitando que a empresa desenvolva um planejamento capaz de minimizar a carga tributária do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

A distinção básica no tratamento tributário das modalidades objeto de investigação é que, enquanto os dividendos obtidos pelos sócios são livres de tributos, sobre os JSCP, pagos ao acionista Pessoa Jurídica incidem IRPJ, CSLL, PIS e COFINS tal qual explica Marquezine (2013, p.15):

Quando o recebedor do recurso se apresenta, todavia, como pessoa jurídica, o valor de 15% descontado no ato do recebimento deve ser tratado apenas como antecipação do tributo devido. Nestes termos, o JSCP quando pago às pessoas jurídicas em geral, além de aumentar base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e da Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido (CSLL) do recebedor do recurso, deverá também compor a base de cálculo do Programa de Integração Social (PIS) e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (CONFINS), conforme determina a legislação vigente. Portanto, dependendo do tipo de controle acionário exercido sobre a fonte pagadora (pessoa física ou jurídica), a prática de JSCP poderá ter tratamento tributário diferenciado.

Trabalhos como o de Pimenta *et al* (2008) e Pilloto *et al* (2008) mostram que a distribuição dos JSCP se apresenta mais vantajosa. Essa indicação favorável deve-se à adoção dessa modalidade de planejamento tributário como resultante na geração de ganho fiscal perfeitamente legítimo e, por ser assim, promove o valor remunerado aos seus acionistas ou retém parcela dos ganhos gerando maior valor à empresa. Tem-se ainda que no referido método a vantagem fiscal concebida pela possibilidade de dedução de JSCP no cálculo do IR e CSLL resulta no

favorecimento de um fomento do valor justo da empresa, posto que com o benefício tributário pode-se abater o custo de capital próprio e, conseqüentemente, o custo médio ponderado de capital, elevando o valor justo da empresa.

Apesar do benefício fiscal citado, Santos (2007) verificou que 42% das empresas pesquisadas utilizavam a alternativa do pagamento de juros sobre o capital próprio, sendo esse tipo de pagamento mais comum entre empresas com ações cotadas em Bolsa, numa razão de dois terços, contra um terço entre as empresas que não têm ação na Bolsa.

Santos e Salotti (2008) verificaram que 58% das empresas tributadas pelo Lucro Real, constantes da base da pesquisa, optaram pelo pagamento de JSCP e concluíram que as empresas maiores, de capital aberto, com maior lucro, de controle estatal ou estrangeiro tendem a pagar JSCP com maior frequência.

Acrescentam Yano e Alencar (2010) a existência do conflito acerca da forma mais vantajosa, ou seja, se a utilização de JSCP ou dividendos. Segundo os autores, se por um lado, o JSCP apresenta-se mais rentável em comparação aos dividendos no contexto da empresa pagadora, nem sempre acontece o mesmo para quem recebe, posto que os dividendos não estão sujeitos à tributação, ao passo que os JSCP, conforme já exposto, são tributados à alíquota de 15% na fonte. Para as pessoas físicas, mesmo com a incidência dessa alíquota, é favorável o recebimento dos JSCP, considerando-se a geração de valor maior à organização. No entanto, quando o acionista se caracterizar enquanto pessoa jurídica, demandará em tributação mais elevada receber JSCP.

Parece paradoxal, mas ainda que o pagamento de JSCP se mostre mais vantajoso quando comparado aos dividendos, muitas organizações optam pela segunda modalidade, realidade esta justificada por Mota (2007, p.28) da seguinte forma:

os investidores institucionais são mais interessados pela utilização de dividendos e os JSCP poderiam ser uma legislação transitória, de forma que o custo de mudança de um sinal bastante disseminado (dividendos) para um sinal que pode não existir mais, devido a mudança de legislação, poderia ser bastante alto.

Os achados de Nossa, Nossa e Teixeira (2007), cuja proposta consistiu em analisar se as organizações que pagaram dividendos foram mais eficientes no retorno sobre ativo (ROA), confirmaram tal eficiência. Pode-se destacar ainda um

cenário em que o investidor não tem projeto para destinar os dividendos. Desta forma, o investidor iria buscar ações de empresas que reinvestam os lucros e gerem ainda mais recursos para os acionistas em longo prazo.

Diante do exposto, parece claro que o processo de escolha do modelo mais adequado para a organização seja aquele capaz de garantir maximização no retorno e, para tanto, faz-se relevante análise precisa das expectativas envolvidas, uma vez que o valor de uma empresa é definido não pelo que ela pode obter em fluxos de caixa no momento atual, mas sim no futuro.

Yano e Alencar (2010) com o uso de regressão logística, concluíram que uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa tem 32% a mais de chance de pagar Juros Sobre Capital Próprio do que as demais, considerando-se os dados no ano de 2008. Em relação ao ano de 2007, porém, apesar de os resultados apontarem na mesma direção, não apresentavam significância estatística.

No Brasil, os debates envolvendo a governança corporativa iniciaram-se na década de 90 e ganharam força com os adventos da globalização, privatização e desregulamentação da economia, os quais fomentaram uma procura progressiva por aperfeiçoamentos nos modelos de governança organizacional, especialmente em decorrência das imposições advindas de mercados exteriores, tanto no meio acadêmico quanto no empresarial (MOURA *et al*, 2014). Trata-se, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p.19) de um sistema

pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Uma das principais questões de preocupação no âmbito da governança corporativa se refere ao relacionamento entre os acionistas controladores e acionistas minoritários, uma vez que essa relação pode desencadear uma circunstância denominada conflito de agência, definida por Jansen e Meckling (1976) como “um contrato no qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar alguma tarefa a seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente”.

Cosenza *et al* (2011) explica que a relação de agência se originou da desagregação entre propriedade e gestão e, do efeito dessa ruptura, adveio a necessidade de se transferir ao subordinado (no caso, o agente), o cumprimento de deveres compatíveis aos objetivos de quem delega (no caso, o principal).

As quatro razões mais freqüentes apontadas por Lanzana (2004, p.40) para que resulte em conflitos de agência, são:

- (1) A aversão ao esforço por parte do agente; (2) o desvio de recursos por parte do agente para seu consumo pessoal; (3) horizontes de tempo diferentes (o agente pode não estar tão preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia) e (4) diferentes níveis de aversão ao risco por parte do agente.

Mas para que o conflito potencial de interesses se converta em conflito concreto, Procianoy (1994) afirma ser imperativa a ocorrência de incentivos, esses, classificados em conformidade com a ênfase de cada tipo de relação de agência, referente ao capital próprio ou ao endividamento.

Silveira (2004) afirma que um dos principais conflitos de agência no Brasil, em decorrência da atual estrutura de propriedade é a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários ou controladores, ressaltando que tal fato levou a uma série de iniciativas que foram tomadas para a proteção dos acionistas minoritários, tais como: alterações legais (Lei nº 10.303/2001) e criação de níveis diferenciados de governança corporativa na Bovespa.

No que diz respeito ao pagamento de JSCP ou dividendos, esse tipo de conflito de agência poderia levar o acionista controlador, quando Pessoa Jurídica, a determinar o pagamento de dividendos, mais vantajoso para o acionista controlador, em detrimento de pagamento de JSCP, mais vantajoso para a empresa e para os acionistas que sejam pessoas físicas.

A adoção de práticas diferenciadas de Governança Corporativa é capaz de mitigar o risco do conflito de agência, tanto entre principais e agentes quanto entre acionista controlador e acionistas não controladores. Segundo Correia e Amaral (2006), a função principal da governança corporativa é solucionar conflitos de interesse entre os vários agentes que influenciam a empresa. A governança deve assegurar que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus stakeholders. Dessa forma, é esperado que companhias com adesão a

níveis diferenciados de Governança Corporativa adotem a opção mais vantajosa para a companhia e para as acionistas pessoas físicas, que é a distribuição de JSCP.

Assim, é importante verificar se existe relação entre os níveis diferenciados de Governança Corporativa e o pagamento de JSCP, aprofundando o estudo de Yano e Alencar (2010). Em pesquisa realizada, os autores introduziram uma nova abordagem no que diz respeito ao estudo sobre a distribuição de JSCP no Brasil, e utilizaram como variável explicativa o nível de governança corporativa, acrescentando aos achados de estudos anteriores.

De toda forma, essa primeira sinalização dos autores Yano e Alencar (2010), como os autores explicitaram, precisa ser mais bem explorada, com indicadores que evidenciem diferentes graus de governança corporativa, assim como a introdução de um maior número de variáveis explicativas no modelo adotado.

Seguindo esse raciocínio chega-se à seguinte questão de pesquisa: Qual a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e a opção da empresa pelo pagamento de juros sobre o capital próprio? Deixamos apenas JSCP

Neste sentido o trabalho

teve como objetivo geral:

Analisar a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA e a opção da empresa pelo pagamento de juros sobre o capital próprio.

Os seguintes objetivos também são buscados:

- Descrever o possível conflito de agência entre acionistas minoritários e controladores das empresas, a luz da legislação tributária vigente no País que disciplina sobre a remuneração de acionistas;
- Avaliar a relação de cada nível diferenciado de Governança Corporativa (NM, N1 e N2) na decisão de pagar JSCP;

No Brasil, segundo Assaf Neto (2003), as questões envolvendo políticas de dividendos, não raro, são tratadas em condição de excessivo desprezo por parte das organizações. Também se verifica escassa utilização pelos investidores em geral e limitados estudos empíricos conclusivos no âmbito acadêmico. Acrescido a isso tem-se na legislação pátria a exigência do pagamento de um dividendo mínimo,

não facultando que essa decisão transcorra voluntariamente mediante decisões da administração da organização e de seus sócios. Assim, a temática envolvendo política de dividendos e sua repercussão no valor da empresa e retorno de ações permanece bastante polêmica.

Diversas pesquisas realizadas no âmbito da contabilidade e das finanças têm abordado a mudança da política dos dividendos adotada pelas empresas e grande parcela delas, voltam-se ao exame da distribuição de dividendos aos lucros anormais das empresas bem como a relação entre *dividend yields* e retorno das ações.

O presente estudo contribui para o entendimento da política de distribuição de resultados ao investigar a relação entre a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa, reconhecidas pela listagem das empresas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA e a distribuição de JSCP, uma modalidade de remuneração que – a despeito de ser mais vantajosa para a empresa e acionistas pessoas físicas – não é dotada maciçamente pelas empresas que poderiam acessar a esse benefício. Em relação aos estudos anteriores, esse estudo inova ao acrescentar à ferramenta estatística utilizada por Yano e Alencar (2010) as variáveis utilizadas por Santos e Salotti (2008), além de considerar um período de tempo maior. Assim, esse estudo é relevante enquanto contribuição com o fornecimento de evidências empíricas a respeito do assunto, especificamente na ampliação dos conhecimentos acerca do tema política de dividendos e, conseqüentemente, fornecer subsídios para futuras pesquisas.

Este trabalho encontra-se dividido em cinco seções em sua estrutura, incluindo esta introdução, onde trata da delimitação do objeto de estudo e o problema de pesquisa e apresenta sua justificativa com referência ao âmbito tanto acadêmico quanto profissional.

A seção 2 apresenta uma revisão literária introdutória onde são descritos os conceitos e princípios da Governança Corporativa, teoria sobre estrutura de capital, política de dividendos e o benefício fiscal de pagamento de juros sobre capital próprio é evidenciado, descrevendo-se o potencial conflito de agência que pode advir desta decisão.

A seção 3 descreve a metodologia utilizada e amostra escolhida para a coleta de dados.

A seção 4 apresenta e discute os resultados sendo demonstrada através de tabelas.

Por fim, a seção 5 evidencia as considerações finais, discutindo as contribuições deste estudo, limitações do trabalho e sugestões para novas pesquisas.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

2.1.1 Estrutura Conceitual

Segundo Ribeiro (2009), a governança corporativa surgiu no decorrer da década de 90, como consequência de um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, quando os acionistas atentaram para a importância de elaboração de normas que os protegessem, dentre outros, das arbitrariedades da diretoria executivas em suas empresas.

Segundo Andrade e Rosseti (2011) os marcos construtivos da moderna governança são, em ordem de ocorrência:

- 1) A partir da segunda metade dos anos 80, o ativismo de Robert Monks, que mudou o curso da governança corporativa nos Estados Unidos. O foco de Monks estava nos direitos dos acionistas e centrava-se em dois valores fundamentais: *fairness* (senso de justiça) e *compliance* (conformidade legal, especialmente ligada aos direitos dos minoritários).
- 2) O relatório Cadbury, divulgado em 1992, elaborado por comitê constituído no Reino unido, centrou-se nos outros dois aspectos da boa governança: *accountability* (prestação de contas responsável) e *disclosure* (transparência).
- 3) Os Princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, definidos em 1998, ampliaram o espectro da boa governança, evidenciando a ligação entre a adoção das boas práticas de governança pelas corporações e o desenvolvimento dos mercados de capitais alavancando o desenvolvimento das nações.
- 4) A Lei Sarbanes Oxley aprovada em 2002 pelo Congresso Norte Americano, precursora de legislações mais severas regulando os

mercados em diversos países, aliando à cultura de adesão a boas práticas e autorregulação uma regulação legal contundente.

No caso do Brasil, Bridger (2006) expõe que nas últimas décadas, o padrão empresarial nacional passou por uma marcante reorganização, o que aguçou as discussões acerca da governança corporativa. Assim, as privatizações, o ingresso de novos investidores ao mercado do Brasil, a dinâmica global de alianças e aquisições e a atenuação do custo do capital, dentre outros, têm culminado na geração de uma passagem desde o modelo de organizações exclusivamente familiares e oligopolísticas, a um novo padrão que exhibe participação mais acentuada de investidores institucionais.

Em termos conceituais, governança corporativa refere-se ao composto de práticas voltadas à melhoria do desempenho de uma organização bem como à proteção de todos os componentes interessados (empregados e credores) de forma a facilitar o acesso ao capital (CVM, 2009). Essa instituição acrescenta que a análise das práticas de governança corporativa aplicada ao mercado de capitais envolveria, principalmente, transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Tem-se ainda a colocação a partir de Lodi (2000, p.13): “Governança corporativa é o sistema de relacionamento entre os acionistas, os auditores independentes, os executivos da empresa, lideradas pelo Conselho de administração”.

O IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) conceitua Governança Corporativa como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre os proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. Desta forma, as boas práticas de Governança Corporativa contribuem para a longevidade de organização, facilitando seu acesso ao capital, convertendo princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização.

Shleifer e Vishny (1997) definem a Governança Corporativa como os mecanismos pelos quais os fornecedores de capital da empresa garantem o retorno sobre o investimento que realizaram. Os fornecedores de recursos são os credores e os acionistas predispostos a investir na organização.

Andrade e Rosseti (2011) observam que há diferentes definições de Governança Corporativa, e acrescentam que tais diferenças decorrem do conjunto de diversidades observadas no mundo corporativo. Os autores agrupam as definições existentes em quatro grupos que apresentam a governança como: (a) guardiã de direitos das partes interessadas; (b) sistema de relações de direção e monitoração das sociedades; (c) estrutura de poder observada no interior das corporações; e (d) sistema normativo para regulação das relações internas e externas das corporações.

Sintetizando os diversos aspectos observados Andrade e Rosseti (2011) definem governança como “um conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza e dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunidades conflitantes com esse fim”.

Ladeira (2009) expõe que na teoria econômica tradicional, a Governança Corporativa manifesta-se com o propósito de equacionar o denominado “conflito de agência”, iniciada a partir do advento da desagregação entre a propriedade e a gestão empresarial, consequência do desalinhamento dos interesses daquele que administra a propriedade e de seu titular. Sob a ótica da teoria da agência, a intenção primeira é produzir dispositivos capazes de assegurar que a conduta dos executivos esteja nivelada com o interesse dos acionistas.

Rabelo e Silveira (1999, p.7) ao descreverem a abordagem teórica baseada nos custos de transação, afirmam que um sistema de governança eficiente deverá:

[...] um sistema eficiente de governança deverá, portanto, elaborar mecanismos especializados de incentivos, salvaguardas e resolução de conflitos que possam promover a continuidade dos relacionamentos comerciais que são eficientes na ausência de oportunismo auto-interessado, relacionamentos estes que, de outro modo poderiam romper-se sob regras de contratualidade exclusivamente de mercado. (RABELO; SILVEIRA, 1999, p.7)

Segundo Lameira e Ness Junior (2007), as empresas brasileiras se defrontam com muitos desafios para ampliar sua competitividade e com isso obter maiores *market-shares*, mantendo-se em um curso de desenvolvimento continuado que lhes conceda aprimorar seu desempenho e, conseqüentemente, seu valor em mercado,

em harmonia com os melhores preceitos de governança corporativa, princípios morais e compromisso que satisfaçam aos diferentes stakeholders.

Ao final dos anos 90 e início dos anos 2000, muitas pesquisas foram empreendidas acerca de governança com o propósito de averiguar de que forma os mecanismos internos e externos atuam sobre o desempenho e o valor de mercado da empresa e diversas abordagens são utilizadas para a avaliação dessa relação.

Leal (2004) realizou uma revisão da literatura internacional sobre Governança Corporativa, incluindo também alguns estudos sobre o Brasil. A revisão examina dois tipos de trabalhos: o primeiro grupo trata dos estudos que relacionam valor da companhia com direitos de voto e direitos sobre o fluxo de caixa, e o segundo grupo dos estudos que utilizam índices para medir práticas de governança corporativa. De forma geral, as observações indicaram que quanto maior a separação entre os direitos de voto e os direitos ao fluxo de caixa, também maior será a repercussão negativa da concentração dos direitos de voto sobre o valor da empresa. Os resultados sugeriram ainda que a qualidade das práticas de governança corporativa parece estar relacionada de forma positiva com o valor da empresa, particularmente em países em que a proteção legal do investidor é pior, como em mercados emergentes e no Brasil.

Em contrapartida, Kimura *et al* (2013) argumentam que não há unanimidade sobre a influência negativa ou positiva dos mecanismos existentes de governança, mesmo em se tratando de mercados com economias avançadas.

Shleifer e Vishny, (1997), e acrescentam:

Por exemplo, enquanto Easterbrook e Fischel (1991) avaliam o sistema de governança norteamericano de maneira bastante otimista, Jensen (1993) sugere que o sistema possui profundas deficiências. Escândalos corporativos do início do século como os da Enron, WorldCom e a atual crise econômica originada no mercado de empréstimos imobiliários dos Estados Unidos evidenciam que, mesmo em países desenvolvidos que apresentam um mercado de capitais mais dinâmico, questões de governança ainda são importantes. (KIMURA *et al*, 2013, p.102)

Silveira (2005) coloca que o senso comum aponta que organizações com estrutura de governança corporativa mais ajustada às práticas sugeridas pelos agentes de mercado possuem mais chances de êxito em seus resultados, além de receberem as melhores taxas pelo mercado no preço de suas ações.

Desta forma, quando uma organização adere às práticas adequadas de governança corporativa aprovadas pelo mercado, têm-se comprovações de que o seu desempenho apresenta uma melhora considerável, uma vez que, dentre outras, ocorre uma transformação proativa na conduta do Conselho de Administração a nível estratégico, repercutindo na minimização dos conflitos de interesse entre gestores e acionistas. (TAVARES FILHO, 2006)

Acrescenta Tavares Filho (2006) que essas boas práticas inclinam-se a fornecer atenuação do custo de capital a médio e longo prazos possibilitando a diminuição do risco para os *stakeholders*, além de favorecer a qualidade e clareza das informações disponibilizadas pelas empresas. Assim, tudo isso gera impacto positivo direta ou indiretamente nos resultados da empresa e, conseqüentemente, acarreta condições para a maximização da riqueza dos acionistas, deixando clara a melhoria do desempenho econômico, o aumento do retorno sobre o investimento e o calor da empresa.

Com o objetivo de analisar se houve mudanças no desempenho das companhias após a adesão aos níveis de governança da BM&FBOVESPA no ano de 2007, Fernandes, Dias e Cunha 2010 realizaram uma pesquisa descritiva usando estratégias bibliográfica e documental. Na avaliação quantitativa foram calculados os indicadores econômico-financeiros ROA E ROE e o indicador de valor total da companhia (*Proxy Tobin's Q*) de quarenta empresas brasileiras de capital aberto no período de 2006 a 2008 e concluiu-se que, estatisticamente, não foi identificada mudança no desempenho e valor de mercado das empresas pesquisadas após a adesão aos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

Melo, Batista, Macedo e Costa (2013), utilizando a metodologia da MANOVA, confirmaram que a governança corporativa constitui-se um fator explicativo relevante do desempenho empresarial. O objetivo da pesquisa foi investigar a contribuição da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto registradas na Bovespa. Os fatores da vantagem competitiva passaram a ser imaginados num formato mais eclético, reunindo contribuições de várias teorias, antes consideradas concorrentes. A relação da governança corporativa com a vantagem competitiva e o desempenho empresarial motivaram a pesquisa.

Silva, Silveira, Corso e Stadler 2011, mencionaram que as organizações brasileiras passaram a adotar boas práticas de governança corporativa buscando

tornarem-se mais competitivas e criarem um ambiente apropriado para a recepção de capital externo e interno. Eles ainda indicaram que a governança corporativa tem como pilares: transparência, prestação de contas, equidade, ética, cumprimento das leis e independência dos conselhos e está definida não somente como procedimentos e mecanismos de gestão, mas disciplina as relações existentes entre os acionistas, gestores, controladores, além de todos os outros *stakeholders* envolvidos no negócio tais como: clientes, fornecedores, funcionários, órgãos reguladores, sociedade e outros.

Segundo Correia e Amaral 2006, a função principal da governança corporativa é solucionar conflitos de interesse entre os vários agentes que influenciam a empresa, tais como: investidores, fornecedores, funcionários, clientes e a sociedade em geral. A governança deve assegurar que a organização seja gerenciada em consonância com os interesses dos seus *stakeholders*. As organizações foram levadas a se estruturarem de maneira diferenciada de forma a garantir competitividade e serem mais eficientes no ambiente de negócios. Os autores acrescentam que a Comissão de Valores Mobiliários conceitua a governança corporativa como o conjunto de práticas cuja finalidade é aperfeiçoar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como, investidores, empregados e credores de forma a facilitar o acesso ao capital. Ressalta ainda que uma organização pautada por tais práticas tem por finalidade o aumento do valor da empresa, pois repercute em redução do custo de capital e eleva a viabilidade do mercado de capital como opção de capitalização.

Bressan (2013) afirma a existência de inúmeros estudos envolvendo características da governança corporativa, e cujos resultados apontaram para a incidência de influência na definição da estrutura de capital, assunto que será exposto a seguir no item 2.2.

2.1.2 Princípios da Governança Corporativa

Conforme o IBGC (2007), os princípios básicos de Governança Corporativa são:

- **Transparência** - a administração tem o dever de informar, independente das disposições legais ou regulamentos, pois a comunicação deve ser sempre da melhor qualidade. Quando a comunicação é espontânea, clara e rápida ela gera um clima

de confiança, tanto internamente como externamente. A comunicação deve ocorrer em todos os setores da empresa, desde o econômico-financeiro até os fatores intangíveis que conduzem à criação de valor.

- **Eqüidade** – com o significado de igualdade, é o tratamento justo e igualitário dos grupos minoritários, sejam de capital ou das demais partes interessadas, como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são inaceitáveis.
- **Prestação de contas (accountability)** – é princípio segundo o qual todos os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação e respondem integralmente pelos atos que praticarem no exercício de seus mandatos.
- **Responsabilidade corporativa** - os conselheiros e os executivos devem zelar pela sustentabilidade das organizações e que eles devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Ela é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua.

Os princípios enunciados, em especial os de equidade e responsabilidade corporativa levam à suposição de que empresas com maior aderência a tais princípios estariam mais propensas a adotar a distribuição de JSCP, por ser vantajoso para a empresa e para acionistas pessoas físicas, em geral, minoritários.

2.1.3 Segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA

Os segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - foram criados para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, pois era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem.

Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da companhia e participantes do mercado, o risco é reduzido.

Lançado no ano 2000, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado. A partir da primeira listagem, em 2002, ele se tornou o padrão de transparência e governança exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital. Na última década, o Novo Mercado firmou-se como uma seção destinada à negociação de ações de empresas que adotam, voluntariamente, práticas de governança corporativa adicionais às que são exigidas pela legislação brasileira. A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que ampliam os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente.

O Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa. As companhias listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

As companhias listadas no Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos.

O free float mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a companhia se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação.

O Nível 2 é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções. As empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador.

As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas.

Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a BM&FBOVESPA criou o Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que a sua empresa se prepare de forma adequada e ao mesmo tempo a coloca na “vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores.

O Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais buscam atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

Com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do mercado de ações brasileiro, a BM&FBOVESPA criou o Bovespa Mais. Idealizado para empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual, esse segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais. A estratégia de acesso gradual permite que a sua empresa se prepare de forma adequada e ao mesmo tempo a coloca na “vitrine” do mercado, aumentando sua visibilidade para os investidores.

O Bovespa Mais possibilita a realização de captações menores se comparadas ao Novo Mercado, mas suficientes para financiar o seu projeto de crescimento. As empresas listadas no Bovespa Mais buscam atrair investidores que visualizem um potencial de desenvolvimento mais acentuado no negócio. As ofertas de ações podem ser destinadas a poucos investidores e eles geralmente possuem perspectivas de retorno de médio e longo prazo.

2.2. Estrutura de capital e políticas de dividendos

Entende-se por estrutura de capital a maneira pela qual uma organização financia seus ativos e investimentos, ou seja, a entrada de capital próprio ou capital de terceiros. A definição dessa estruturação é de importância fundamental, posto

que repercute em diversas ações da empresa, tais como o seu valor como empresa e o planejamento dos fluxos de caixa envolvidos. (SHINOHARA, 2002)

Em conformidade com Leites e Zani (2008), o advento da Lei 9.249/95 a qual instituiu a extinção da correção monetária de balanços bem como a regulamentação da remuneração dos acionistas baseada nos juros sobre o capital próprio, trouxe em seu bojo significativas transformações na estrutura de capital de empresas nacionais, principalmente pela necessidade de se compreender como as empresas compõem o lado direito do seu balanço, ou seja, como estão divididos os valores em termos de capital próprio e capital de terceiros.

em termos de capital próprio e capital de terceiros.

Para Gitman (2010), elevada parcela das teorias existentes foi direcionada na tentativa de encontrar uma estrutura de capital considerada ótima, isto é, aquela resultante do equilíbrio dos custos e benefícios dos empréstimos, para minimização do custo médio ponderado de capital, ou, conforme Brigham e Houston (1999, p.449) “a estrutura ótima de capital é o equilíbrio entre risco e retorno que maximiza o preço das ações de uma empresa”.

Acrescenta Gitman (2010) que cada tipo de capital de longo prazo tem suas vantagens, significando dizer que a dívida apresenta custo menor do que o capital próprio e, por ser assim, quando se acrescenta a dívida com sua taxa fixa à estrutura de capital, criam-se a alavancagem financeira e o uso de custos financeiros fixos para multiplicar os retornos.

Considerando-se que o capital advém de diversas fontes, Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001) argumentam que quando ele é proveniente de uma dívida, os juros são dedutíveis dos impostos. Outro ponto merecedor de ressalva, é que os credores da dívida estando limitados a um retorno fixo, conseqüentemente, não compartilharão os lucros quando a empresa tomadora de tais recursos indicar desempenho acima da média. Tem-se ainda que por esses não possuírem o direito de voto, favorece a tomada de decisões dos acionistas controladores.

As empresas analisam uma série de fatores antes de estabelecer a estrutura-alvo de capital que desejam atingir, mas ressaltam que essa meta sofre mudanças com o passar do tempo. [...] a estrutura-alvo de capital pode ser definida como uma mistura de endividamento, ações preferenciais e ações ordinárias, com a qual as empresas planejam financiar seus investimentos. Nesse sentido, se o nível de endividamento ficar abaixo do nível estabelecido, provavelmente, a empresa emitirá mais dívidas. Analisando a perspectiva contrária, se o nível de endividamento estiver

acima do planejado, provavelmente, haverá venda de ações. (WESTON; BRIGHAM, 2000 *apud* MARQUEZINE, 2013, p.22)

2.3 Teorias sobre as políticas de dividendos

A política de distribuição de dividendos, segundo Ferreira (2001), embasa-se na decisão entre as alternativas de reinvestir o lucro ou partilhá-lo entre os sócios. A questão central que envolve o assunto é a alteração do valor da empresa ante a política de dividendos. Partindo dessa premissa, diversas teorias têm sido elaboradas, merecendo ressalva a Teoria da Irrelevância dos dividendos, Teoria do Pássaro na Mão e Teoria da Preferência Tributária.

A Teoria da Irrelevância dos Dividendos tem como principais estruturadores Franco Modigliani e Merton Miller, os quais estabelecem que a distribuição ou não de dividendos não exerce qualquer poder sobre o valor das ações. (FERREIRA, 2001)

O mesmo autor (2001) afirma ainda que os favoráveis a esta teoria declaram que a distribuição de dividendos só deve acontecer quando da inexistência para a empresa de uma possibilidade de investimento com melhor retorno em comparação àquele que o próprio sócio conseguiria.

Conforme Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001), Modigliani e Miller atestaram que o valor da empresa é designado apenas por sua capacidade de gerar de lucro e pelo risco do negócio, isto é, os precursores desta teoria justificaram que o valor da empresa resultaria somente do lucro advindo de seus ativos e não da forma como o mesmo seria dividido entre dividendos e lucros acumulados.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.378) afirmam que Modigliani e Miller valem-se dos seguintes pressupostos:

- a) Não há imposto de renda para pessoas físicas ou jurídicas;
- b) Não existem custos de transação (p.e., taxas de corretagem ou custos de emissões);
- c) Os indivíduos e empresas possuem expectativas homogêneas em relação aos investimentos, lucros e dividendos futuros;
- d) A política de investimento da empresa é fixada com antecedência, e não é alterada por mudanças de política de dividendos.

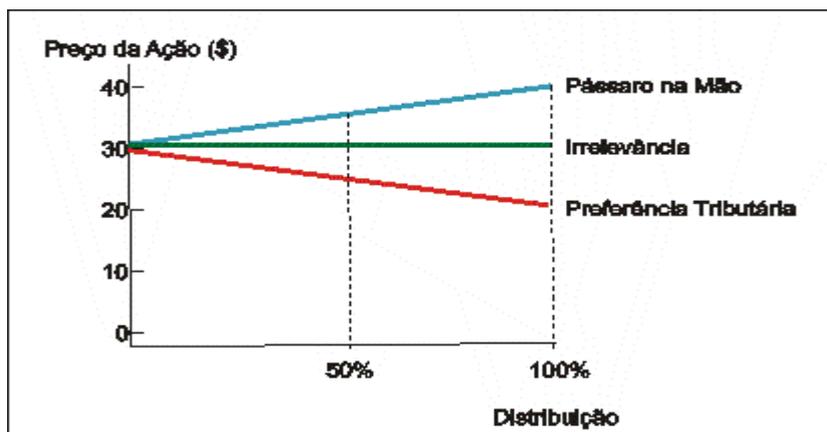
Em contraposição à Teoria da Irrelevância dos Dividendos, Gordon e Lintner admitiram a relevância dos dividendos. No entendimento de Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.662), a “Teoria do Pássaro na Mão defende que o valor da empresa será maximizado por um alto índice de distribuição de dividendos, porque os dividendos em moeda corrente são menos arriscados do que os potenciais ganhos de capital”.

A premissa básica desta teoria é a de que os investidores elegem dividendos correntes a outros rendimentos futuros, uma vez que são desfavoráveis a riscos. Desse modo, julga-se que os pagamentos de dividendos correntes minimizam as inseguranças dos investidores, os quais, conseqüentemente, reivindicam uma menor taxa de retorno, ampliando o valor da empresa. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 1995)

Uma terceira teoria elaborada que envolve a decisão da política de dividendos é a Teoria da Preferência Tributária, sendo a mesma destinada à explicação do efeito da tributação diferenciada sobre a política de dividendos, justificada por Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p.662) da seguinte forma: “em virtude de os ganhos de capital de longo prazo estarem sujeitos a impostos menos onerosos do que os dividendos, os investidores preferem que as empresas retenham lucros em lugar de distribuí-los como dividendos”.

Alega-se que, ocorrendo taxaço de impostos sobre os ganhos de capital e os dividendos, de forma dessemelhante, os acionistas penderiam a eleger a opção que lhe ofertasse menos encargos tributários. Ressalta-se que, ainda que as alíquotas se apresentassem similares, haveria ainda a vantagem do desembolso, pois, enquanto os impostos sobre dividendos são pagos na ocasião de seu recebimento, “nos ganhos de capital paga-se apenas quando o lucro é realizado, ou seja, quando as ações são vendidas. (BUENO, 2000, p. 49)

As teorias expostas são representadas graficamente da seguinte forma (Quadro 1):



Quadro 1 Ilustração das três teorias de Políticas de Dividendos
Fonte: Corso; Kassai; Lima, 2012, p.159

Weston e Brigham (2000) expõem que a Teoria da Irrelevância dos Dividendos representa que a política de dividendos de uma empresa não possui efeito sobre seu valor e seu custo de capital. Por sua vez, na adoção da Teoria do Pássaro na Mão o valor de uma empresa será potencializado por uma elevada distribuição dos lucros na forma de dividendos.

Por fim, a Teoria da Preferência Tributária encontra-se elencada na retenção de lucros, que, por sua vez, deverão ser reinvestidos. Ainda em conformidade com os autores, as referidas três teorias são divergentes e a forma mais sensata de se proceder, seria testar todas de forma empírica.

2.3.1 Estudos anteriores sobre política de dividendos

No Brasil, foram muitos os autores que expuseram investigações acerca da representatividade dos dividendos. Alguns dos principais trabalhos serão apresentados a seguir, a partir de Corso, Kassai e Lima (2012).

Autor(es)/Período	Investigação	Principais achados
Lima e Paiva, 1995 a 1998.	Influência da tributação e dos juros sobre o capital próprio na política de dividendos, mediante exame do comportamento dos graus de distribuição de dividendos.	- Não elevaram do índice <i>payout</i> após corte da tributação sobre os dividendos; - As empresas que pagaram JSCP apresentaram tendência de elevação do <i>payout</i> e aumento dos dividendos.
Bueno, junho de 1994 a dezembro de 1999.	Relação entre <i>dividend yield</i> e as taxas de retorno das ações brasileiras, bem como a viabilidade de uma estratégia baseada em <i>dividend yield</i> .	- Resultados não conclusivos de que as ações de alto <i>dividend yield</i> tendem a possuir maiores ou menores taxas de retorno do que as ações de baixo ou zero <i>yield</i> .

Correia e Amaral, 1994 a 2000.	Existência de efeito da política de distribuição de resultados de empresas brasileiras sobre o valor de mercado das suas ações.	- Tanto o risco sistemático quanto os rendimentos em dividendos são fatores que explicam a rentabilidade de mercado de ações.
Novis Neto e Saito, 1998 a 2000.	Comportamento dos preços das ações após o anúncio do pagamento dos dividendos das ações negociadas na Bovespa	- Relação direta entre o <i>dividend yield</i> e o retorno anormal acumulado no período pós-pagamento dos dividendos
Heineberg e Procianoy, 1994 a 2000	Influência de aspectos teóricos que poderiam ser determinantes na formação do valor distribuído na política de proventos das empresas brasileiras negociadas na Bovespa.	- A política de distribuição de proventos nas empresas de capital aberto apresenta consistência e uma boa estabilidade no que tange à constância e previsibilidade dos valores pagos aos acionistas.
Nossa, Nossa, e Teixeira, 1995 a 2004.	As empresas que distribuíram dividendos são mais eficientes do que aquelas que não distribuíram dividendos.	- As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes do que as empresas que não distribuem dividendos, no período analisado, inclusive o dividendo distribuído está positivamente relacionado ao retorno sobre o ativo.

Quadro 2 Estudos realizados no Brasil sobre a relevância dos dividendos

Fonte: Adaptado a partir de Corso; Kassai; Lima, 2012, p.160-161.

Ainda em relação à política de dividendos, Holanda e Coelho (2012), investigaram se características externas à operação da empresa, no período de 1998 a 2010 representativas de efeito clientela, diferenciam marginalmente a política de dividendos de firmas listadas na BM&FBovespa, em uma amostra de 410 empresas (2.339 empresas/ano). Os autores utilizaram os métodos da regressão logística e regressão Tobit para os testes da hipótese, e mencionam que existe associação estatisticamente significativa entre a escolha de declarar dividendos – e seu montante – e o efeito clientela, que não pôde ser rejeitada de maneira conclusiva. A política de dividendos em empresas brasileiras confirma, de modo parcial, a proposição de Miller e Modigliani (1961) de que o efeito clientela influencia a decisão de dividendos das empresas e que esse ocorre devido a questões relacionadas à governança corporativa e aos mecanismos de financiamento que sobressaem no mercado financeiro brasileiro.

Outra percepção sobre a política de dividendos foi exposta por Decart e Procianoy (2012). Com o objetivo de conhecer o processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBovespa foi enviado ao CFO dessas empresas um questionário, construído de forma adequada às particularidades brasileiras. O conselho de administração, influenciado por proposta dada pela gestão, é o responsável por decidir sobre a política de dividendos, conforme foi

identificado. Em busca de definir os dividendos, os principais pontos a serem analisados são o lucro líquido do exercício e a geração de caixa do período. A recompra de ações, apesar de ser considerada benéfica aos acionistas, é tratada pela maioria dos pesquisados como uma decisão de investimentos e não distribuição de lucros. O JSCP, devido ao seu benefício fiscal, é utilizado pela imensa maioria das empresas. Há indicativos de que a forma de incentivo utilizada para remunerar os executivos afeta, de certa forma, a política de dividendos da empresa, o que sugere a existência de conflito de agência entre executivos e acionistas. Essa pesquisa foi o primeiro passo para conhecer o processo para a política de distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa.

No que tange à política de distribuição de dividendos Bernardo e Ikeda (2013) destacaram o impacto do assunto sobre o valor das empresas e buscaram avaliar o risco sistemático da carteira de ações de empresas que ofereceram aos seus acionistas os maiores retornos financeiros por meio da escolha da política de distribuição de lucros. Os resultados confirmam a hipótese, uma vez que a carteira formada pelas empresas como maiores *dividend yield*, traz risco sistemático menor do que o risco do mercado. A pesquisa utilizou um período entre 2006 e 2011. Os dados foram colhidos no site da BM&FBOVESPA. Para analisar as empresas com maiores *dividend yields*, utilizou-se a carteira formada pelas ações que compõem o índice de dividendos - IDIV.

Martins e Famá (2012) analisaram os estudos empíricos realizados no período de 1990 até 2010, que tenham sido objeto de publicação nos principais periódicos nacionais de Administração, Contabilidade e Finanças ou disponíveis em anais dos principais congressos da matéria. Foram avaliados 39 trabalhos, suas metodologias e períodos. Inspirou-se no modelo de Harris e Raviv (1991) em busca de agrupar os trabalhos de acordo com o tipo de modelo. Puderam ser percebidas cinco categorias predominantes. Algumas tendências foram identificadas, tais como: relevância da política de dividendos no mercado brasileiro; confirmação da existência de problemas de agência; resultados conflitantes quanto à hipótese da clientela; sinalização e influência dos tributos na definição da política de dividendos; resultados não conflitantes quanto às determinantes da política de dividendos.

Brugni, Sarlo, Bastianello e Paris (2012) com o objetivo de verificar se os dividendos aumentam a informatividade dos lucros de empresas com ações negociadas na BOVESPA adicionam uma variável de interação entre lucros e

dividendos a fim responder o problema de pesquisa, que por sua vez suscita a possibilidade dos dividendos aumentarem a informatividade dos lucros contábeis. Para essa análise eles se basearam no trabalho desenvolvido por Francis, Schipper e Vicent (2005), O período pesquisado foram os anos de 2000 a 2009. Com característica explicativa, a pesquisa produziu resultados empíricos a partir de informações disponíveis no banco de dados Economática®. A técnica utilizada foi a regressão linear múltipla de dados em painel a amostra foi composta por 229 empresas através de 969 observações. Seus achados indicam que os lucros, quando interagidos com os dividendos, são mais informativos para explicar/prever o preço das ações do que quando analisados individualmente. Desta forma, os resultados evidenciam que os dividendos contribuem positivamente para a informatividade do lucro como variável explicativa do retorno das ações.

2.4 Juros sobre o capital próprio

2.4.1 Histórico, conceitos e descrição do planejamento tributário

A figura dos juros sobre o capital próprio surgiu com a extinção da correção monetária, através da lei nº 9.249/95, e em seguida foi alterada pela Lei. 9.430/96, concedendo a dedutibilidade da despesa com JSCP da base de cálculo do imposto de renda em 1996, em 1997 à alteração da contribuição social sobre o lucro líquido. Em 1998, a Instrução Normativa SRFB nº 41/98 permitiu a dedução dos SCP para o aumento do capital da empresa.

Com o objetivo de remunerar o capital pelo tempo que ficou investido na empresa, os juros sobre capital próprio não devem ser reconhecidos no período que serviu de base para seu cálculo, mas no período em que efetivamente será pago e deve-se considerar o mesmo período de apuração do resultado, desta forma para empresas tributadas pelo lucro real anual, os juros sobre capital próprio serão pagos anualmente.

O fato de a empresa utilizar os juros sobre capital próprio para remunerar os seus sócios lhe traz o benefício da dedutibilidade fiscal desse valor, pois os JSCP são contabilizados como despesa financeira no resultado do exercício e passam a fazer parte do lucro real. Ao poder compensar os JSCP com os dividendos obrigatórios, que não são dedutíveis para fins fiscais, a decisão de utilizar o

mecanismo de JSCP para remunerar seus acionistas traz, em princípio, economia de impostos para a empresa.

Santos (2007) descreve que as pessoas jurídicas receptoras de JSCP e tributadas com base no lucro real ou presumido, devem considerar os valores recebidos como receita financeira. Isto implica que, segundo o autor, o percentual de 15% retido no momento da remuneração deve ser considerado como antecipação do imposto devido.

Para Malaquias *et al.* (2007, p. 43), em se tratando de acionista receptor do recurso de pessoa jurídica, “a contabilização de JSCP pela empresa de que são sócios não é tributariamente interessante; em oposto, para acionistas pessoas físicas, tal situação já se mostra vantajosa”, conforme descrito no tópico anterior.

Em exemplo apresentado por Yano e Alencar (2010) é possível verificar numericamente a vantagem tributária de se pagar o JSCP, em comparação com a distribuição de dividendos para as pessoas físicas. Os autores utilizaram um exemplo hipotético, em que uma determinada empresa obteve Lucro antes do IR e CSLL de R\$500.000,00 e que fará a distribuição desse lucro a seus sócios (pessoas físicas) ou de R\$170.000,00 a título de dividendos ou R\$200.000,00 por meio de JSCP. Os autores consideraram na legislação vigente a obrigação de reter na fonte de 15% sobre o valor pago como forma de elucidar a questão. Nesse sentido, os R\$200.000,00 pagos, subtraídos dos R\$30.000,00 retidos a título de imposto de renda, perfazem um mesmo valor final de R\$170.000,00 que os acionistas receberão.

A tabela a seguir compara os resultados:

Tabela 1 – JSCP x Dividendos

Empresa X	JSCP	Dividendos
(+) Lucro contábil	R\$ 500.000,00	R\$ 500.000,00
(-) Juros sobre capital próprio	R\$ (200.000,00)	R\$ -
(=) Lucro antes de CSLL e IR	R\$ 300.000,00	R\$ 500.000,00
(-) CSLL - alíquota 9%	R\$ (27.000,00)	R\$ (45.000,00)
(-) IR alíquota 15%	R\$ (45.000,00)	R\$ (75.000,00)
(-) Adicional de IR - alíquota de 10%	R\$ (6.000,00)	R\$ (26.000,00)
(=) Lucro líquido do exercício	R\$ 422.000,00	R\$ 354.000,00
(-) Dividendos propostos	R\$ -	R\$ (170.000,00)
(=) Sobra em lucros acumulados	R\$ 222.000,00	R\$ 184.000,00

Fonte: Yano e Alencar (2010, p. 5)

Yano e Alencar (2010) Os autores consideraram que entre JSCP e dividendos pode-se observar que a empresa que fez a primeira opção tem uma economia fiscal de R\$ 38.000,00 e destacaram também que as empresas que pagam JSCP há uma vantagem fiscal visível, já que é possível deduzir o valor pago como despesa financeira e abater da base de cálculo do IR e da CSLL, podendo obter uma economia de até 34%.

De acordo com Santos (2007) os Juros sobre capital Próprio já estavam previstos na Lei 6.404/76 desde o seu início, estando, no entanto, restrito a pagamento apenas no período pré-operacional. A partir de 1995, a figura dos JSCP foi criada como possibilidade de dedução fiscal, sendo possível, para fins societários, imputar aos dividendos o JSCP distribuído.

Segundo Santos e Salotti (2008, p.2),

a difusão dessa “nova” forma de remuneração foi ocasionada principalmente por sua introdução dentro da legislação fiscal brasileira. Na verdade, o conceito dos juros sobre o capital próprio está totalmente atrelado aos conceitos econômicos relacionados ao custo de oportunidade.

Na teoria da contabilidade, JSCP encontra-se ligado ao custo de oportunidade, o qual, segundo Martins (2003), demonstra o quanto a empresa investe em termos de remuneração, consequência da aplicação de seus recursos em determinada alternativa em detrimento de outra, ressaltando-se que no contexto da contabilidade, o referido custo de oportunidade não é contemplado em seus registros.

Martins e Souza (2009) alertam que o formato dos juros sobre o capital próprio não se embasar em uma operação de crédito e nem admitir um descumprimento, ao contrário, consiste em uma operação empresarial na qual o acionista efetua um investimento sobre o qual, ao invés de remuneração, espera lucros decorrentes do negócio. Embora a natureza jurídica dos juros sobre o capital próprio esteja próxima à figura dos dividendos se comparada ao tratamento constante no Código Civil, faz-se relevante destacar que, apesar de tal proximidade, os juros sobre o capital próprio não devem ser confundidos com dividendos, pois “juros sobre o capital próprio remuneram o acionista pela indisponibilidade do dinheiro, enquanto investido na companhia e os dividendos remuneram pelo particular sucesso da empresa explorada”. (COELHO, 2002, p.342).

Os JSCP foram introduzidos à prática da contabilidade tributária através da Lei 9.249/95, que faculta a dedutibilidade destes juros para efeito de apuração do resultado, por empresas tributadas na modalidade do lucro real. Em conformidade com o art. 9º da Lei 9.249/95 (BRASIL, 1995):

A pessoa jurídica poderá deduzir, para efeitos da apuração do lucro real, os juros pagos ou creditados individualizadamente a titular, sócios ou acionistas, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP.

A lei supramencionada entrou em vigor a partir de 1º de janeiro de 1996 e, posteriormente, com as alterações introduzidas na Lei 9.430/96 bem como com a Instrução Normativa (IN) 93/96 da Secretaria da Receita Federal (SRF), foi legitimada a dedutibilidade dos JSCP para fins da base de cálculo do IRPJ e da CSLL. Isto posto, a datar de 1996 o pagamento dos JSCP sob a forma de remuneração ao sócio tornou-se uma opção atraente no âmbito do planejamento tributário das empresas tributadas pelo lucro real. (SANTOS; SALOTTI, 2008).

Aqui, convém expor algumas vantagens e desvantagens abordadas por diferentes estudiosos acerca da decisão da remuneração aos acionistas através dos JSCP em detrimento aos dividendos (Quadro 3).

Autor/ Referência	Vantagem/ Desvantagem	Detalhamento
Martins (1996a, <i>apud</i> Soares Jr. 2001, p.66)	Desvantagem	A opção de utilizar, ou não, os juros para remunerar o capital próprio, cria problemas para fins de análise dos usuários externos, pois umas registram os juros como despesas operacionais, e outras não.
CVM (1996, <i>apud</i> Soares Jr., 2001 p.65)	Desvantagem	"Segundo a CVM, a contabilização dos juros como despesa do período provocaria incompatibilidade entre os resultados das companhias e distorções no conceito de lucro econômico, devido a: 'i) serem os juros opcionais; ii) estarem condicionados à existência de lucro no exercício ou lucros acumulados, em dobro de seu valor; iii) estarem limitados a variação da TJPL' ".
Guimarães (2001)	Vantagem	"Na forma de remuneração do capital, utilizando-se os juros sobre o capital próprio, a entidade utiliza um planejamento tributário, reduzindo substancialmente a carga tributária do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, conseqüentemente aumentando seus lucros ou reduzindo seus prejuízos acumulados, deixando assim de reduzir na empresa investida seus ativos e

		aumentando na empresa investidora”.
Iudícibus <i>et al</i> (2003, p.309)	Vantagem	A substituição dos dividendos pelos JCP “representa poderoso instrumento de planejamento tributário, para redução legal da tributação sobre o lucro. E trata-se de uma elisão legítima, pois representa a decisão sobre a forma de remuneração do capital da empresa”.
Santos et al (2005, p.57)	Vantagem	“As empresas dispõem de um mecanismo que lhes permite pagar menos imposto, quando da distribuição de seu lucro. Tal vantagem ocorre, na medida em que podem usufruir o benefício fiscal decorrente da utilização dos Juros sobre o Capital Próprio, para remunerar o acionista, e, ainda, o benefício societário de compensá-lo com os dividendos obrigatórios”.
Chaves (2007, p. 29)	Desvantagem	“Para empresas que estão recolhendo o imposto de renda e contribuição sobre o lucro presumido não é recomendável pagar juros sobre capital próprio, pois se assim fizer deve recolher o imposto de renda e contribuição para o INSS como fosse salário, desta forma fica muito oneroso”.
Chaves (2008)	Vantagem	Nos casos de empresas com sócios pessoas físicas, o sócio pode substituir o pró-labore que recebe pelos JCP reduzindo os tributos de forma geral, tanto para a empresa quanto para a pessoa física.
Neves <i>et al</i> (2009)	Vantagem	Se a pessoa jurídica recebedora não estiver sujeita ao adicional de IRPJ e a pagadora estiver haverá economia tributária com a utilização do JCP, pois a pagadora deixará de pagar 25% do IRPJ e a recebedora pagará apenas 15% de IR na Fonte.

Quadro 3 Vantagens e desvantagens da utilização dos JSCP

Fonte: Elaborado pela autora a partir de Poluceno, 2009, p.46-47

Pelas exposições, percebe-se a existência de alguns posicionamentos relacionados às vantagens e desvantagens do pagamento do JSCP. Em linhas gerais, as vantagens concentram-se na economia tributária originada com o pagamento dos JSCP. Em se tratando das desvantagens, tem-se a partir de Martins e Iudícibus e CMV, relato do prejuízo na comparação das demonstrações contábeis e deformidades na definição de lucro econômico.

Por fim, frisa-se que a alternativa de remunerar ou não o acionista mediante pagamento dos JSCP é uma decisão tomada pelos dirigentes da empresa, devendo-se considerar não apenas os atributos da mesma, mas também as características dos seus acionistas.

No entendimento de Pêgas (2012), a transferência dos dividendos pelos juros sobre capital próprio evidencia expressivo dispositivo de planejamento tributário para encolhimento legal da tributação sobre a lucratividade. No que

concerne às perspectivas da tributação dos JSCP, para efeito da pessoa jurídica pagadora tributada pelo lucro real, a totalidade dos juros despendidos será dedutível da base de cálculo do IRPJ e da CSLL.

Oportuno destacar que, em consonância ao preceito do § 7º, art. 9º da Lei 9.249/95, os JSCP pagos ficarão submetidos à incidência do IRRF à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário. Desse modo, no pagamento dos JSCP incide 15% de IRRF sobre o montante pago ao acionista. Quando o favorecido caracterizar-se enquanto pessoa jurídica, além da retenção de 15% do IRRF, têm-se as seguintes ponderações relacionadas ao tratamento fiscal, conforme determinação da Receita Federal do Brasil (2009):

a) para pessoas jurídicas tributadas com base no lucro real, o valor dos juros deverá ser considerado como receita financeira e o valor do imposto retido pela fonte que pagar ou creditar os juros será considerado como antecipação do devido no encerramento do período de apuração ou, ainda, poderá ser compensado com aquele que for retido, pela beneficiária, por ocasião do pagamento ou crédito de juros a título de remuneração de capital social, ao seu próprio titular, aos seus sócios ou acionistas;

b) para as pessoas jurídicas tributadas pelo lucro presumido ou lucro arbitrado, a partir de 01/01/97 os juros recebidos integram a base de cálculo do imposto de renda e o valor do imposto retido na fonte será considerado antecipação do devido no período de apuração (Lei nº 9.430/96, arts. 50 e 51).

c) para as demais pessoas jurídicas não tributadas com base no lucro real, lucro presumido ou arbitrado, inclusive isentas, e para as pessoas físicas, os juros são considerados como rendimento de tributação definitiva, ou seja, os respectivos valores não serão incluídos nas declarações de rendimentos nem o imposto de renda que for retido na fonte poderá ser objeto de qualquer compensação.

NOTAS:

1 - No caso de pessoa jurídica imune não há incidência do imposto de renda sobre o valor dos juros pagos ou creditados.

2 - Aos juros e outros encargos pagos ou creditados pela pessoa jurídica a seus sócios ou acionistas, calculados sobre os juros remuneratórios do capital próprio e sobre os lucros e dividendos por ela distribuídos, aplicam-se as normas referentes aos rendimentos de aplicações financeiras de renda fixa, inclusive quanto ao informe a ser fornecido pela pessoa jurídica (IN SRF nº 12/99).

Com isso, o tratamento dos JSCP recebidos e do IRRF pode ser assim resumido:

(a) Pessoas Jurídicas tributadas pelo lucro real, presumido ou arbitrado – o valor do JSCP é somado à base de cálculo do IRPJ, e tributado normalmente, sendo o IRRF considerado adiantamento do devido.

(b) Pessoas físicas e PJ não tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado – a tributação é exclusiva na fonte.

Dessa maneira, os contribuintes citados na letra (a) tem a tributação limitada a 15% do valor recebido, enquanto os citados em (b) estão sujeitos a acréscimos decorrentes da aplicação do adicional de IR, que é de 10%, além da incidência de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, PIS e COFINS.

Sobre a utilização do JSCP como instrumento de planejamento tributário, Pegas (2012, p.705) afirma que “em condições normais de temperatura e pressão o pagamento entre empresas não é vantajoso. Essa vantagem poderá existir se uma empresa apresentar lucro (a que vai pagar) e a outra apresentar prejuízo fiscal (a que vai receber), ou então em outros casos específicos, como por exemplo, a existência de uma pessoa física como proprietária da empresa”

Higuchi (2012, p. 134), também afirma:

A vantagem fiscal do pagamento de juros sobre o capital próprio desaparece quando a beneficiária é pessoa jurídica, por vários motivos. A pessoa jurídica, na redistribuição de juros sobre o capital próprio, terá que observar as condições de dedutibilidade, nem sempre possíveis de serem cumpridas.

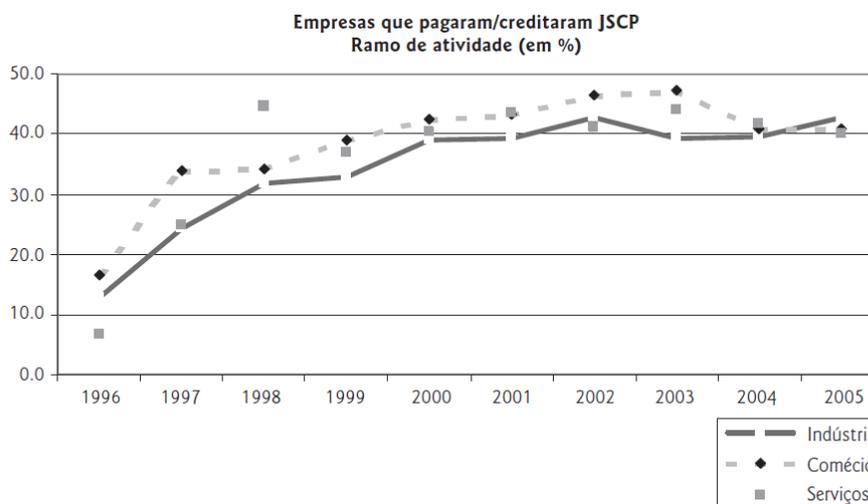
A redução para zero das alíquotas de PIS e COFINS incidentes sobre as receitas financeiras, de que trata o Decreto no. 5.164, de 2004, substituído pelo Decreto no. 5.442 de 2005, excluiu do benefício os juros sobre o capital próprio. Com isso, as empresas tributadas pelo lucro real pagam PIS e COFINS de 9,25% sobre a receita recebida.

2.4.2 Estudos relacionados

Santos (2007) proporcionou a possibilidade de conhecer qual a atitude das empresas no que se refere à utilização da legislação relativa aos juros sobre o capital próprio. Foram avaliadas publicações de mais de 3.000 empresas que atuam em todas as áreas do território nacional e que estejam delimitadas com as seguintes características: a) tenham divulgado suas demonstrações contábeis através dos meios de comunicação, b) estejam classificadas dentro das atividades de prestação de serviços, c) adotem como forma de tributação o lucro real. Com a pesquisa foi possível constatar que 40% das empresas pesquisadas utilizam o pagamento ou crédito aos seus sócios na forma de juros sobre o capital próprio, concluiu-se que houve um aumento de empresas estatais que passaram os juros sobre capital próprio aos seus acionistas e trouxe evidências de que essa distribuição é bastante equilibrada entre as empresas dos ramos da indústria, comércio e serviços.

Santos (2007), observou também, ao longo dos anos um crescimento no pagamento de JSCP, saindo de um patamar entre 10 a 20% das empresas em 1996, para 42% em 2005.

Quadro 4: Ramo de Atividade



Fonte: Santos e Salotti (2007)

Santos e Salotti (2007) motivados pelo entendimento de que o pagamento de remuneração aos sócios em forma de juros sobre capital próprio pode resultar em benefício fiscal, realizaram uma pesquisa empírica em que houve a aplicação de questionário junto às companhias que pagaram remuneração em forma de JSCP para o ano de 2005 visando avaliar o entendimento dos diretores a respeito desta forma de remuneração. Os resultados apontam que essas empresas têm escolhido essa forma de remuneração motivada, principalmente, pelas vantagens fiscais que conseguem com tal procedimento. Isso quer dizer que, a remuneração paga ao acionista na forma de JSCP está calcada, fundamentalmente, nas vantagens fiscais que a legislação dispõe. Os dados considerados como dados da pesquisa possuem três características: natureza jurídica da empresa (com e sem ações negociadas em bolsa de valores), origem do capital (nacionais, estrangeiras e estatais) e setor da atividade (industriais, comerciais e prestadoras de serviços). O tipo de regime de tributação (lucro real, outros ou não informado) também foi observado. Conforme apontados por diversos autores nesta pesquisa, a inserção dos juros sobre capital próprio nas demonstrações financeiras das empresas foi um grande avanço para a contabilidade no sentido de uma maior aproximação do lucro econômico ao lucro contábil.

Santos e Salotti (2008) através de metodologia empírica pesquisaram se existe relação entre a escolha dos Juros sobre capital Próprio para remuneração de acionistas e as características das empresas. O estudo foi realizado através de testes estatísticos univariados e multivariados e estes foram elaborados a partir de dados das empresas encontrados no banco do FIPECAFI nos anos de 2001 a 2006. A amostra probabilística revelou que as características que diferenciam o grupo de empresas que pagam das que não efetuam o pagamento são: o ramo (indústria, comércio e serviços), forma de distribuição do capital (empresas com ações ou sem ações na bolsa), controle (nacional, estrangeiro e estatal), tamanho (patrimônio líquido, ativo e vendas) e lucro (antes do imposto de renda e contribuição social). As relações encontradas pelos autores entre as características elencadas e o pagamento de JSCP, são, quanto ao ramo de atuação, que empresas comerciais são menos propensas a utilizar a forma dos JSCP para remunerar seus acionistas; empresas que possuem ações na bolsa pagam JSCP com mais frequência do que as empresas fechadas; companhias estatais e estrangeiras têm utilizado a possibilidade dos JSCP mais frequentemente do que as empresas de controle nacional; empresas maiores tendem mais a utilizar JSCP do que empresas menores; e empresas que têm maiores lucros são mais propensas a pagar JSCP do que aquelas que têm lucros menores.

Santos e Salotti (2008) mencionam ainda que os juros sobre o capital próprio são uma forma de remuneração dos acionistas que passou a ser mais utilizada no Brasil com a promulgação da Lei de nº 9.249/95, pois a referida lei instituiu mudanças significativas na legislação, onde houve a proibição do reconhecimento dos efeitos da inflação.

Poluceno (2009) realizou um estudo acerca do planejamento tributário em instituições financeiras nacionais através de estudo descritivo das instituições financeiras divulgadas pelo BACEN, pertencentes ao ranking por patrimônio líquido acima de dez bilhões de reais listadas na BM&FBOVESPA. Foi realizada uma pesquisa documental de caráter qualitativo e quantitativo onde os resultados indicaram que a remuneração aos acionistas com os juros sobre o capital próprio resulta em uma economia tributária de até quarenta por cento do montante pago dos juros. Demonstrou-se também que as instituições financeiras nacionais adotam a prática de remunerar seus acionistas sob essa forma, sendo assim, beneficiadas com este pagamento.

Já Yano e Alencar (2010), utilizando a Governança Corporativa como variável explicativa, investigaram se as empresas com melhores níveis de Governança Corporativa têm maior propensão a pagar Juros sobre Capital Próprio. Para os anos de 2007 e 2008 foi organizado um grupo de 150 das maiores companhias abertas brasileiras. Foi utilizado o método da Regressão Logística no ano de 2008 e concluiu-se que uma empresa com melhor nível de Governança Corporativa terá 32% a mais de chance de pagar Juros sobre o capital Próprio do que as demais. Já em 2007, a mesma técnica aplicada apontou na mesma direção, mas sem significância estatística.

Já em estudo realizado por Gradi, Gonzales, Bisca e Nogueira (2012), o fulcro da pesquisa é de demonstrar que a reestruturação tributária da empresa através da utilização dos juros sobre capital próprio pode representar forte aliado em busca do aumento da competitividade, mas faz-se necessário observar que os efeitos resultantes da utilização do benefício mencionado no recebimento pelos acionistas. A pesquisa está pautada no seguinte questionamento: A utilização dos juros sobre o capital próprio é um instrumento eficaz como planejamento tributário para quem paga e para os acionistas recebedores?

Gouveia e Afonso (2012) com o objetivo de apresentar que, além dos interesses dos gestores em economizar tributos com a contabilização de juros sobre o capital próprio, ao se observarem os impostos pagos pelos acionistas ao receberem essa forma de remuneração, talvez não seja interessante contabilizar, pois nem sempre a contabilização de tal remuneração implicará em economia tributária para empresa pagadora e acionistas recebedores. Utilizaram o software Crystall Ball para obter os seguintes resultados: para acionistas pessoas jurídicas, a contabilização de juros sobre o capital próprio pela empresa de que são sócios não é tributariamente vantajosa, ao contrário, para acionistas pessoas físicas será vantajoso.

Em pesquisa realizada por Bisca, Gradi, Gonzales e Nogueira (2012), demonstram que com a promulgação da lei 9.249/95 o uso dos juros sobre o capital próprio é uma nova forma de opção de remunerar os sócios/acionistas nas empresas e estas passam a ter direito a dedução da base de cálculo de imposto de renda e contribuição social e os impactos resultantes dessa escolha sob a perspectiva da empresa que está pagando e dos acionistas que estão recebendo. Como a base tributável para IRPJ e CSLL é reduzida após a dedução de juros sobre

o capital próprio como despesa financeira, a empresa tem uma consequente redução em sua carga tributária com a utilização dos juros sobre o capital próprio, mas no caso de o beneficiário ser pessoa jurídica, a opção não se torna vantajosa, pelo fato dos juros sobre o capital próprio ser considerado receita financeira implicando em tributação maior para a empresa.

Souza, Jordão, Pinheiro e Marquezine (2013) analisaram e descreveram como as maiores empresas do mercado brasileiro distribuíram seus resultados em 2013. Através de dados obtidos no site do BMf&Bovespa e extraídos dos balanços publicados de 2013 em relação a 2012. Foi utilizado o método descritivo de abordagem qualitativa e quantitativa com o objetivo de obter informações ligadas à remuneração de acionistas. Com o resultado da pesquisa pôde-se observar que há uma tendência para a remuneração na forma de dividendos em detrimento aos Juros sobre o Capital Próprio explicada não só pelos conflitos de agência, mas também pelos efeitos tributários relacionados aos acionistas. Marquezine (2013) cita ainda que, a remuneração de acionistas é de extrema importância nos meios empresarial e tributário, já que chama atenção pela possibilidade de pagamento tanto por meio de dividendos como por meio de juros sobre o capital próprio e destaca que o que difere um do outro são os efeitos tributários sobre cada tipo de remuneração e, principalmente, a diferença de interesses entre acionistas controladores e minoritários, pessoas físicas e jurídicas, por conta do reflexo e do tratamento tributário de cada um.

2.5 Conflito de Agência Sob a Ótica da Remuneração de Acionistas

Quando o assunto versa sobre remuneração de acionistas, Martins e Famá (2012) lecionam que tendências significativas acerca da política de dividendos foram verificadas no cenário mercadológico brasileiro, tendo sido constatadas a existência de adversidades de agência e a influência dos tributos na explicação de tal política no que concerne à retenção de lucros.

Para os mesmos autores (2012), enquanto na literatura internacional o embate mais acentuado de agência advém de acionistas e gestores, resultante da pulverização da estrutura de propriedade, no cenário nacional a alta centralização de poder nas mãos de um único acionista aponta maior conflito entre acionista controlador e acionista minoritário.

Tal circunstância é resultante de duas classes distintas de ações: com direito a voto e sem direito a voto. Nesse contexto, muitos acionistas que têm direito aos resultados não dispõem da mesma permissão quando se trata de votos.

Yano e Alencar (2010) corroboram com o posicionamento de Martins e Famá (2012) e mencionam o embate de agentes em dois sentidos: a retenção de lucros e o método de remuneração de acionistas.

Tais conflitos são considerados pelos autores como passíveis de divergências de interesses entre os acionistas minoritários e os majoritários controladores ou ainda conflitos entre o principal (proprietários) e os agentes.

Yano e Alencar (2010) relatam que o conflito de agência é resultante do perfil do acionista controlador. Assim, caso o mesmo caracterize-se enquanto pessoa jurídica poderá exercer influência para que a empresa venha a adotar o método de distribuição mais lucrativo para si (no caso, pagamento de dividendos) em detrimento dos benefícios aos demais acionistas. Em contrapartida, caso o acionista controlador seja pessoa física, a remuneração por JSCP apresenta-se como mais vantajosa.

O resumo dos aspectos de maior relevância que marcam o controle de uma organização cujo acionista controlador se caracteriza como pessoa jurídica em oposição aos acionistas minoritários pessoas físicas, estão expostos no Quadro 5.

	Proprietário(ões) Controlador(es) P.J.	Acionista(s) Minoritário(s) P.F.
CONFLITO DE AGÊNCIA	Estabelece(m) a política de remuneração de acionistas.	Aceita(m) a modalidade de remuneração proposta por não ter(em) influência direta sobre o controle e também sobre a alta administração.
	Protege(m) com maior grau seus próprios recursos financeiros, agindo de forma a atender o que mais lhe favoreça.	Não consegue(m) implantar e determinar a melhor forma de remuneração para si próprios.
	Atende(m) aos anseios de uma pequena parcela de acionistas (somente pessoas jurídicas).	Não é(são) atendido(s) na maioria das vezes com a remuneração de JSCP, haja vista que se o controle estiver nas mãos de pessoas jurídicas a maior parte da remuneração tende a ser por meio de dividendos.
	Por não utilizar(em) em larga escala a remuneração por meio de JSCP, pagam mais tributos do que de fato deveriam, analisando a gestão sob a ótica da fonte pagadora (Redução do valor da empresa).	Pleiteia(m) remuneração por meio de JSCP mas recebem, em sua maioria, remuneração por meio de dividendos. Mesmo com a retenção da fonte de 15% teria um benefício fiscal médio de 34% o que acarretaria em um acréscimo patrimonial de 19% (aumento do valor da empresa).
	O(s) controlador(es), via de regra, detém/detêm o maior número de informações gerenciais e tem/têm o poder de decisão sobre a forma de remuneração. Todavia deve(m) respeitar a política formal de remuneração já estabelecidas e os dividendos mínimos obrigatórios estabelecidos pela legislação vigente.	Em geral não possui(m) informações suficientes para exigir uma conduta melhor dos controladores.

Quadro 4 Conflito de agência entre controladores pessoa jurídica versus acionista minoritário pessoa física
Fonte: Marquezine, 2013, p.36

A partir das exposições, verifica-se que o controlador retém, além da gestão sobre a empresa, meios de tomar as deliberações que mais lhe beneficie sob as perspectivas financeiras e tributárias e, conseqüentemente, evidenciando a vulnerabilidade dos acionistas pessoas físicas (quando minoritários) sobre a forma de remuneração de seus lucros, aceitando, então, na maior parte das situações, a técnica de dividendos. Sendo assim, dependendo da circunstância em que o investidor encontra-se inserido, pode suceder redução ou ampliação do valor da empresa por questões tão somente fiscais e tributárias.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipologia do Estudo

Segundo Silva e Menezes (2001), a metodologia tem como função mostrar ao pesquisador como andar no 'caminho das pedras' da pesquisa, ajudá-lo a refletir e instigar um novo olhar sobre o mundo: um olhar curioso, indagador e criativo. A pesquisa é um trabalho em processo não totalmente controlável ou previsível. Pesquisar, portanto, significa, de forma bem simples, procurar respostas para indagações propostas.

Minayo (1993, p.23), vendo por um prisma mais filosófico considera a pesquisa como:

atividade básica das ciências na sua indagação e descoberta da realidade. É uma atitude e uma prática teórica de constante busca que define um processo intrinsecamente inacabado e permanente. É uma atividade de aproximação sucessiva da realidade que nunca se esgota, fazendo uma combinação particular entre teorias e dados.

Para Gil (1999, p.42), a pesquisa tem um caráter pragmático, é um "processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo

fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”.

Foram utilizados tratamento e análise dos dados quantitativos (analisando a relação causal entre as variáveis). A validação dos fatos será feita através de graus de significância.

A pesquisa quantitativa considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las. Requer o uso de recursos e de técnicas estatísticas (percentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.). Resultados precisam ser replicados (MINAYO, 1993; LAKATOS; MARCONI, 2003).

[...] a diferença entre quantitativo-qualitativo é de natureza. Enquanto cientistas sociais que trabalham com estatísticas apreendem dos fenômenos apenas a região “visível, ecológica, morfológica e concreta”, a abordagem qualitativa aprofunda-se no mundo dos significados das ações e relações humanas, um lado não perceptível e não captável em equações médicas e estatísticas (MINAYO, 1993, p.22).

A pesquisa explicativa, visto que o estudo destina-se a verificar a relação entre os juros sobre capital próprio e os dividendos. A pesquisa explicativa se preocupa de forma relevante em descrever e interpretar o fenômeno estudado com vistas a um melhor entendimento da sua dinâmica.

Collis e Hussey (2005) definiram a pesquisa descritiva como “uma espécie de descrição de comportamento de fenômenos”. A indicação desse método auxiliou na obtenção de informações sobre as características de determinada questão, examinando, descrevendo e caracterizando os problemas ligados ao caso concreto.

Para Padoveze (2009), este tipo de pesquisa “traz subsídios para descrever um fenômeno qualquer de determinada população”. Dessa forma, o que se buscou foi obter informações mais específicas extraídas de demonstrações financeiras ligadas à remuneração de acionistas, visando compreender os impactos tributários na distribuição de dividendos e nas técnicas de juros sobre capital próprio. Para isso, utilizou-se uma unidade de análise (população) para se analisar a distribuição de dividendos e de juros sobre o capital próprio.

3.2 População

A população objeto desta pesquisa é formada por todas as companhias abertas brasileiras, onde apenas empresas ativas foram selecionadas, que apuraram lucro no período da análise.

Dada a especificidade do estudo que aborda a decisão de pagar JSCP, em substituição aos dividendos, pois a decisão de pagar JSCP não se coloca em um contexto de prejuízo dado que o pagamento de juros sobre capital próprio, em substituição aos dividendos é uma oportunidade de planejamento tributário apenas para as empresas com Imposto de Renda a pagar é que tal decisão seria cabível. A amostra de análise levou em conta as empresas que preenchiam o requisito de lucro e Imposto de renda a pagar em todos os anos sob estudo (2010, 2011, 2012 e 2013). Considerando este critério, foram selecionadas na base de dados do ECONOMÁTICA 168 empresas.

1	Abc Brasil	57	Direcional	113	Mrs Logist
2	AES Tiete	58	Dohler	114	MRV
3	Afluenta	59	Duratex	115	Multiplan
4	Afluenta T	60	Ecorodovias	116	Multiplus
5	AGconcessoes	61	Elekeiroz	117	Nadir Figuei
6	Agpart	62	Elektro	118	Neoenergia
7	Alfa Financ	63	Eletropar	119	Nord Brasil
8	Alfa Invest	64	Eletropaulo	120	Odontoprev
9	Aliansce	65	Embraer	121	Oi
10	All Amer Lat	66	Energias BR	122	P.Acucar-Cbd
11	All Norte	67	Equatorial	123	Panatlantica
12	Alpargatas	68	Estacio Part	124	Parana
13	Amazonia	69	Eternit	125	Petrobras
14	Ambev S/A	70	Eucatex	126	Pine
15	Ampla Energ	71	Even	127	Polpar
16	Arteris	72	Eztec	128	Porto Seguro
17	Banese	73	Ferbasa	129	Portobello
18	Banestes	74	Finansinos	130	Profarma
19	Banpara	75	Fleury	131	Providencia
20	Banrisul	76	Gama Part	132	RaiaDrogasil
21	Baumer	77	Ger Paranap	133	Randon Part
22	Bic Monark	78	Gerdau	134	Redentor
23	Bicbanco	79	Gerdau Met	135	Rodobensimob
24	BmfBovespa	80	Grazziotin	136	Sabesp
25	BR Brokers	81	Grendene	137	Santander BR
26	BR Malls Par	82	Guararapes	138	Santanense

27	Bradesco	83	Habitasul	139	Santos Brp
28	Brasil	84	Haga S/A	140	Sao Carlos
29	BRB Banco	85	Helbor	141	Sao Martinho
30	BRF SA	86	Iguatemi	142	Saraiva Livr
31	CCR SA	87	lochp-Maxion	143	Schulz
32	Cedro	88	Itausa	144	Seg Al Bahia
33	Ceg	89	ItauUnibanco	145	SLC Agricola
34	Celpe	90	Jereissati	146	Sofisa
35	Celul Irani	91	JHSF Part	147	Sondotecnica
36	Cemar	92	Joao Fortes	148	Souza Cruz
37	Cemig	93	Josapar	149	Sul America
38	Cetip	94	Kepler Weber	150	Taesa
39	Cia Hering	95	Klabin S/A	151	Tarpon Inv
40	Cielo	96	Light S/A	152	Tegma
41	Coelba	97	Localiza	153	Tekno
42	Coelce	98	Lojas Americ	154	Telef Brasil
43	Comgas	99	Lojas Hering	155	Tempo Part
44	Conc Rio Ter	100	Lojas Marisa	156	Tereos
45	Contax	101	Lojas Renner	157	Tim Part S/A
46	Copasa	102	Lopes Brasil	158	Totvs
47	Copel	103	M.Diasbranco	159	Tractebel
48	Cosan	104	Magnesita SA	160	Tran Paulist
49	Cosern	105	Marcopolo	161	Trevisa
50	CPFL Energia	106	Merc Brasil	162	Tupy
51	Csu Cardsyst	107	Merc Financ	163	Ultrapar
52	Cyre Com-Ccp	108	Merc Invest	164	Uptick
53	Cyrela Realt	109	Metal Leve	165	Valid
54	Dasa	110	Metisa	166	Weg
55	Daycoval	111	Minasmaquinas	167	Whirlpool
56	Dimed	112	Mont Aranha	168	Wlm Ind Com

Quadro nº 06 – Relação de empresas – Objeto de análise
Site BM&FBOVESPA

3.3 Variáveis

No modelo estatístico utilizado foram utilizadas as seguintes variáveis:

Variável dependente: Pagamento ou não de JSCP, assumindo o valor 0 se a empresa não pagou JSCP e 1 se pagou, a exemplo do que fizeram Yano e Alencar (2010).

Uma vez que o estudo busca analisar a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA e a opção da empresa pelo pagamento de juros sobre o capital próprio, a variável Governança foi utilizada em dois níveis:

- a) Adesão a nível diferenciado – A variável assumiu o valor 1 para as empresas listadas como Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, e valor zero nos demais casos.
- b) Nível de governança corporativa – para verificar a influência do nível específico, a variável assumiu os valores 0 ou 1 conforme a listagem no NM, N1, N2, MB e tradicional.

Com base nos estudos de Santos e Salotti (2012), foram acrescentadas ao modelo as seguintes variáveis de controle:

- a) Setor – setor da economia ao qual pertence a empresa. Para esta variável, foi adotada a classificação do banco de dados Económica.
- b) Ramo – classificação em comércio, indústria ou serviços, efetuada pela autora, a partir da classificação por setor.
- c) Tamanho – medido pelo valor do Ativo Total.
- d) Lucro – medido pelo valor do Lucro Antes do IR

Uma vez que o estudo trata de um possível conflito de agência entre acionistas controladores e não controladores, foi coletada ainda a variável “Percentual de Participação do Maior Acionista”, com o objetivo de verificar, de forma exploratória já que nenhum trabalho anterior menciona a utilização desta variável, se a variável teria algum tipo de influência.

3.4 Coleta dos dados

A coleta de dados abrangeu o levantamento de dados primários e secundários necessários ao desenvolvimento da pesquisa.

No banco de dados do software Económica, foram selecionadas as companhias abertas que preenchiam os requisitos necessários à análise, ou seja, empresas com lucro e IR a pagar nos anos de 2010 a 2013.

Para as empresas selecionadas foram coletados no banco de dados da Económica os valores das variáveis Setor, Tamanho, Lucro e Percentual de Participação do Maior Acionista.

No site da BOVESPA foram coletadas as informações a respeito da adesão das empresas constantes da amostra aos níveis de governança corporativa.

Para verificação do tipo de distribuição (apenas JSCP, apenas dividendos ou ambos) adotados por cada empresa em cada um dos quatro anos, foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas individuais, e a informação foi obtida por meio da leitura das notas explicativas.

3.5 Regressão Logística

Para chegar ao resultado da pesquisa de forma a verificar se ocorreu o pagamento ou não de juros sobre o capital próprio, foi aplicada a técnica da regressão logística que, conforme Marroco (2007), seria a técnica mais adequada para utilizar em variáveis do tipo dicotômicas.

Segundo Cramer (2003), os primeiros estudos sobre Regressão Logística foram desenvolvidos no século XIX e foram aplicados para descrever o crescimento das populações.

Dias Filho e Corrar (2007) afirmam que a Regressão Logística foi desenvolvida por volta de 1960 buscando realizações de explicações para a ocorrência de alguns fenômenos quando a variável dependente fosse de natureza binária.

Mesquita (2014) relata que a técnica da Regressão Logística ficou mais visível após 1950, apesar de ter sido desenvolvida no século XIX e apontou que esta técnica descreve a relação entre uma variável dependente e qualitativa binária, relacionada a um conjunto de variáveis independentes qualitativas ou métricas. O autor afirmou ainda que a técnica da Regressão Logística trata-se de uma forte ferramenta para analisar as variáveis dicotômicas e que apesar de no início ser utilizada pela área médica, posteriormente destinou-se as mais diversas áreas do conhecimento, inclusive sendo aceita pelos usuários dos modelos de regressão tradicionais.

Segundo Arango (2001) a regressão logística, é uma ferramenta da estatística útil para situações nas quais se almeja prever a presença ou ausência de uma determinada característica ou resultado, baseado em valores de um conjunto de variáveis independentes.

A regressão logística é uma técnica de análise multivariada utilizada para verificação da probabilidade de ocorrência de um evento e para identificação das características dos elementos pertencentes a cada categoria estabelecida pela dicotomia da variável dependente. (HAIR JR et al., 2009) conclui que ao contrário da análise discriminante, não exige a suposição da normalidade das variáveis independentes e é mais robusta quando a mesma não é atendida.

Esta técnica é preferida à análise discriminante por ser parecido com a regressão, com testes estatísticos diretos, habilidade de incorporar efeitos não-lineares e diversos tipos de diagnósticos. Na estimação dos coeficientes da função logística, esta técnica procura aumentar a verossimilhança de que um evento ocorra (HAIR JR et al., 2009).

Santos e Salotti (2006) mencionam que análise discriminante e regressão logística são duas análises multivariadas que podem ser aplicáveis quando a variável dependente não é métrica, sendo que a primeira é utilizada para avaliar se as variáveis independentes têm poder discriminatório em relação aos grupos definidos pela variável dependente.

4 Análise dos Resultados

Da coleta de dados para as 168 empresas relacionadas nos quatro anos resultaram 672 observações. A estatística descritiva das variáveis utilizadas é apresentada na Tabela 2:

Tabela 2: Estatística descritiva consolidada 2010 a 2013

	2010		2011		2012		2013	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão
Lucro Líquido	1.195.574,90	4.090.152,32	1.252.870,00	4.014.168,34	1.173.894,98	3.205.346,90	948.311,04	2.568.101,00
IR	395.996,33	1.130.692,99	342.639,55	858.713,61	337.312,89	752.945,07	267.315,76	750.422,13
Ativo Total	41.655.380,64	144.214.401,50	46.935.316,24	165.231.469,00	56.285.676,97	196.708.274,70	45.047.828,32	193.126.311,30
% Maior Acionista	54,22	29,12	52,38	29,13	50,39	28,75	40,90	23,73

Fonte: Elaborada pela autora

Observa-se pela estatística descritiva que a amostra é composta de empresas com variação significativa de Lucro Líquido, IR e Ativo Total, uma vez que o desvio padrão é superior à média.

As análises foram feitas inicialmente considerando cada ano isoladamente.

Foram encontradas para o ano de 2010, 71 empresas que não participaram do Índice de Governança Corporativa da BOVESPA contra 97 participantes. Dentre as não participantes 39 delas (23%) pagaram JSCP. Já entre as participantes do Índice 57 (34%) pagaram JSCP. A Tabela 3 apresenta a distribuição das empresas em 2010.

Tabela 3 – Distribuição das empresas em 2010

		Nível Diferenciado		Total
		Não	Sim	
Paga JSCP 2010	Não	19%	24%	43%
	Sim	23%	34%	57%
Total		42%	58%	100%

Fonte: Elaborado pela autora.

Em seguida, foram calculadas estatísticas descritivas, bem como o teste T de diferença de médias para comparar as empresas que pagaram JSCP ou não, durante o ano de 2010. A Tabela 4 mostra os resultados.

Tabela 4 – Estatísticas descritivas para o ano de 2010

		Pagou JSCP		Teste T
		Sim	Não	
Lucro Líquido	Média	1.195.574,90	382.685,06	0,063
	Desvio Padrão	4.090.152,32	963.368,57	
IR	Média	395.996,33	96.647,00	0,013
	Desvio Padrão	1.130.692,99	209.023,57	
Ativo Total	Média	41.655.380,64	5.477.487,56	0,016
	Desvio Padrão	144.214.401,50	8.262.514,09	
Percentual Maior Acionista	Média	54,22	48,08	0,209
	Desvio Padrão	29,12	26,20	

Fonte: Elaborado pela autora.

É possível perceber, para o ano de 2010, observando a média para o Lucro Líquido, IR e Ativo Total, que as empresas que pagam JSCP têm valores superiores aos das empresas que não pagam, sendo essa diferença estatisticamente significativa a 10% para o Lucro Líquido e a 5% para os outros dois indicadores. Assim, conclui-se que, para o ano de 2010, as empresas que optaram por distribuir seus lucros sob a forma de JSCP foram aquelas com maior Lucro Líquido, e conseqüentemente, IR. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que o JSCP pode ser descontado do valor do IR, justificando assim que as empresas com maior montante de imposto a pagar, tenham uma maior tendência a distribuir lucros como JSCP. Os resultados encontrados são consistentes com os achados de Santos e Salotti (2008).

Não há diferença significativa no percentual de participação do maior acionista entre o grupo das empresas que pagaram e o grupo das empresas que não pagaram JSCP.

No ano de 2011 os dados foram os seguintes: Não houve alteração no número de participantes, porém, dentre eles 58 pagam, enquanto que das não participantes 42 empresas pagam. Tais informações podem ser observadas na Tabela 5.

Tabela 5 – Distribuição das empresas em 2011

		Nível Diferenciado		Total
		Não	Sim	
Paga JSCP 2011	Não	17%	23%	40%
	Sim	25%	35%	60%
Total		42%	58%	100%

Fonte: Elaborado pela autora.

Da mesma forma que foi feito para o ano de 2010, construiu-se para 2011 uma tabela com estatísticas descritivas e um teste de diferença de médias para comparar as empresas segundo a sua opção de distribuição dos lucros. Os resultados são apresentados na Tabela 6.

Tabela 6 – Estatísticas descritivas para o ano de 2011.

		Pagou JSCP		Teste T
		Sim	Não	
Lucro Líquido	Média	1.252.870,00	320.527,79	0,024
	Desvio Padrão	4.014.168,34	487.463,73	
IR	Média	342.639,55	89.002,57	0,005
	Desvio Padrão	858.713,61	177.199,96	
Ativo Total	Média	46.935.316,24	6.022.946,37	0,015
	Desvio Padrão	165.231.469,00	8.583.457,95	
Percentual Maior Acionista	Média	52,38	50,82	0,723
	Desvio Padrão	29,13	27,10	

Fonte: Elaborado pela autora.

Assim como para o ano de 2010, em 2011 observa-se que as empresas que optam por distribuir JSCP têm maior IR, em média, sendo a diferença para o grupo das empresas que não distribuem JSCP significativa a 1%. Além dessa variável, o Lucro Líquido e o Ativo Total foram significantes a 5%. Santos e Salotti (2008) também apuraram impacto significativo do tamanho na discriminação entre empresas que pagam e não pagam JSCP, verificando que as empresas maiores tem incidência maior de pagamento de JSCP que as empresas menores.

Não há diferença significativa no percentual de participação do maior acionista entre o grupo das empresas que pagaram e o grupo das empresas que não pagaram JSCP.

No contexto que representa o ano de 2012, das 168 empresas, 73 não pagaram JSCP, sendo 34 do nível tradicional e 39 do nível diferenciado. Entre as empresas que pagam JSCP, 37 são do nível tradicional e 58 do nível diferenciado. A Tabela 7 mostra a frequência observada para o ano de 2012 segundo a distribuição das empresas.

Tabela 7 - Distribuição das empresas em 2012.

		Nível Diferenciado		Total
		Não	Sim	
Paga JSCP 2012	Não	20%	23%	43%
	Sim	22%	35%	57%
Total		42%	58%	100%

Fonte: Elaborado pela autora.

Como nos anos anteriores, observa-se uma concentração maior de empresas do nível diferenciado que pagam JSCP.

A Tabela 8 traz as estatísticas descritivas para o ano de 2012, bem como o teste de diferença de médias.

Tabela 8 – Estatísticas descritivas para 2012.

		Pagou JSCP		Teste T
		Sim	Não	
Lucro Líquido	Média	1.173.894,98	354.200,12	0,017
	Desvio Padrão	3.205.346,90	634.285,01	
IR	Média	337.312,89	116.044,96	0,009
	Desvio Padrão	752.945,07	254.473,58	
Ativo Total	Média	56.285.676,97	7.502.397,45	0,018
	Desvio Padrão	196.708.274,70	13.153.715,05	
Percentual Maior Acionista	Média	50,39	51,41	0,817
	Desvio Padrão	28,75	27,58	

Fonte: Elaborado pela autora.

Novamente, para o ano de 2012, observou-se uma diferença estatisticamente significativa a 1% para o IR, e a 5% para o Lucro Líquido e o Ativo Total, apontando para o fato de que empresas com maior montante de IR optam por pagar JSCP.

Em 2013, das 168 empresas da amostra, 93 distribuíram seus lucros como JSCP, sendo 55 destas empresas do nível diferenciado e 38 do tradicional. Observou-se ainda 75 empresas que não distribuíram seus lucros na forma de JSCP, sendo 42 delas do nível diferenciado e 33 do tradicional. A Tabela 9 mostra a distribuição de frequências para o ano de 2013.

Tabela 9 – Distribuição das empresas em 2013.

		Nível Diferenciado		Total
		Não	Sim	
Paga JSCP 2013	Não	20%	25%	45%
	Sim	23%	33%	55%
Total		42%	58%	100%

Fonte: Elaborado pela autora.

Mais uma vez, como nos anos anteriores, há uma concentração maior de empresas pertencentes ao nível diferenciado e que pagam JSCP.

A Tabela 10 apresenta as estatísticas descritivas para o ano de 2013.

Tabela 10 – Estatísticas descritivas para o ano de 2013.

		Pagou JSCP		Teste T
		Sim	Não	
Lucro Líquido	Média	948.311,04	724.224,62	0,604
	Desvio Padrão	2.568.101,00	3.013.028,77	
IR	Média	267.315,76	168.486,90	0,365
	Desvio Padrão	750.422,13	616.850,89	
Ativo Total	Média	45.047.828,32	23.319.512,34	0,392
	Desvio Padrão	193.126.311,30	105.390.993,70	
Percentual Maior Acionista	Média	40,90	64,23	0,000
	Desvio Padrão	23,73	28,39	

Fonte: Elaborado pela autora.

Diferentemente dos anos anteriores, em 2013, apesar do IR ter sido maior entre as empresas que pagam JSCP, a diferença observada não pode ser considerada estatisticamente significativa. Vale ressaltar também que, ao contrário dos outros anos, em 2013, a diferença entre os dois grupos para o percentual de ações do maior acionista foi estatisticamente significativa a 1%, o que pode ter influenciado na mudança do que foi observado em comparação aos anos anteriores.

Observando-se os resultados ano a ano, de forma comparativa nas tabelas 11 e 12, verifica-se que ao longo do período considerado, os resultados não se alteraram significativamente entre os anos de 2010 a 2013, diferentemente da evolução observada por Santos (2007), entre os anos de 1996 e 2005. Uma vez que esta pesquisa considerou apenas companhias com ações negociadas em bolsa, o percentual de empresas que pagou JSCP ficou entre 55 e 60%, superior ao percentual de 42%, observado por Santos (2007).

Tabela 11: Distribuição das empresas consolidado

	2010			2011			2012			2013		
	Nível Diferenciado		Total	Nível Diferenciado		Total	Nível Diferenciado		Total	Nível Diferenciado		Total
	Não	Sim		Não	Sim		Não	Sim		Não	Sim	
Paga JSCP												
Não	32	40	72	29	39	68	34	39	73	33	42	75
Sim	39	57	96	42	58	100	37	58	95	38	55	93
Total	71	97	168	71	97	168	71	97	168	71	97	168

Fonte: Elaborado pela autora

Tabela 12: Distribuição das empresas consolidado em %

		2010			2011			2012			2013		
		NívelDiferenciado		Total	NívelDiferenciado		Total	NívelDiferenciado		Total	NívelDiferenciado		Total
		Não	Sim		Não	Sim		Não	Sim		Não	Sim	
Paga JSCP	Não	19%	24%	43%	17%	23%	40%	20%	23%	43%	20%	25%	45%
	Sim	23%	34%	57%	25%	35%	60%	22%	35%	57%	23%	33%	55%
Total		42%	58%	100%	42%	58%	100%	42%	58%	100%	42%	58%	100%

Fonte: Elaborado pela autora

Observou-se então, como se deu a distribuição dos lucros de acordo com os setores das empresas. Os resultados encontram-se na Tabela 13.

Tabela13 – Opção de distribuição dos lucros por setor

Setor	Paga JSCP				Total
	Não		Sim		
Agropecuária e Pesca	4	100%	0	0%	4
Alimentos e Bebidas	16	57%	12	43%	28
Comércio	21	48%	23	52%	44
Construção	34	94%	2	6%	36
Eletroeletrônicos	1	25%	3	75%	4
Energia Elétrica	48	48%	52	52%	100
Finanças e Seguros	8	7%	108	93%	116
Máquinas Industriais	0	0%	4	100%	4
Mineração	4	100%	0	0%	4
Minerais não metálicos	2	17%	10	83%	12
Outros	65	48%	71	52%	136
Papel e Celulose	7	88%	1	13%	8
Petróleo e Gás	0	0%	12	100%	12
Química	9	75%	3	25%	12
Siderurgia e Metalurgia	10	31%	22	69%	32
Software e Dados	0	0%	8	100%	8
Telecomunicações	8	67%	4	33%	12
Têxtil	13	46%	15	54%	28
Transportes	32	80%	8	20%	40
Veículos e peças	6	19%	26	81%	32
Total	288	43%	384	57%	672

Fonte: Elaborado pela autora.

É possível perceber que alguns setores há uma predominância para a distribuição dos lucros sob forma de JSCP. As empresas dos setores de Máquinas Industriais (1), Petróleo e Gás (3) e Software e Dados (2), sempre distribuíram seus lucros como JSCP. As empresas de Finanças e Seguros (44), Minerais Não Metálicos (3) e Veículos e Peças (8), também distribuíram JSCP em mais de 80%

dos casos. No geral, há uma pequena preponderância para se distribuir JSCP, que 57% das distribuições dos lucros ocorreu dessa forma.

Dando prosseguimento à análise, foi realizada uma regressão logística a fim de observar como a variável independente (Nível de Governança), em conjunto com as demais variáveis de controle (Lucro Líquido, IR, Ativo Total, Percentual do Maior Acionista e Setor), influenciam a probabilidade de uma empresa vir a distribuir seus lucros sob a forma de JSCP. Os resultados são apresentados na Tabela 14.

Tabela 14 – Regressão logística para o JSCP.

	B	Wald	Sig.	Exp(B)
Nível Diferenciado (Sim)	,521	5,567	,018	1,683
Lucro Líquido	,000	1,512	,219	
IR	,000	,836	,361	
Ativo Total	,000	,003	,957	
Percentual Maior Acionista	-,001	,040	,841	
Alimentos e Bebidas	20,483	,000	,999	
Comércio	21,522	,000	,000	
Construção	18,314	,000	,026	
Eletroeletrônicos	22,562	,000	,000	
Energia Elétrica	21,317	,000	,881	
Finanças e Seguros	23,894	,000	,006	
Máquinas Industriais	42,068	,000	,056	
Mineração	-,009	,000	,999	
Minerais não metálicos	23,024	,000	,999	
Outros	21,300	,000	,761	
Papel e Celulose	19,360	,000	,003	
Petróleo e Gás	41,935	,000	,004	
Química	20,081	,000	,998	
Siderurgia e Metalurgia	22,234	,000	,001	
Software e Dados	41,747	,000	,398	
Telecomunicações	19,402	,000	,999	
Têxtil	21,515	,000	,000	
Transportes	19,826	,000	,039	
Veículos e peças	22,749	,000	,000	
Ano (2011)	,123	,212	,682	
Ano (2012)	-,068	,064	,384	
Ano (2013)	-,109	,168	,876	
Constante	82,556	,000	,005	

Fonte: Elaborado pela autora.

Os resultados da regressão logística permitem inferir que, ao serem consideradas simultaneamente todas as variáveis, apenas o Nível de Governança e

o setor da empresa são significantes para afetar a probabilidade de a empresa distribuir lucros como JSCP. As empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança têm maior chance de distribuir JSCP, sendo esta chance 68% maior, em média. Os resultados de Yano e Alencar (2010) apontam na mesma direção, embora com resultados significativos apenas para o ano de 2008.

Através da Tabela 14 é possível afirmar que empresas dos níveis diferenciados de Governança Corporativa tendem a pagar mais JSCP. Olhando para o nível diferenciado na coluna “B” que foi de 0,521, ou seja, um valor positivo. Em seguida, para saber se há realmente influência, observando o valor do nível diferenciado na coluna “Sig”, que foi de 0,018, vai permitir que se afirme com 95% de confiança que o fato de a empresa estar no nível diferenciado de governança implica em uma maior chance de pagar JSCP. Se olharmos para o valor do nível diferenciado da coluna “Exp (B)”, que foi de 1,683, concluímos que se a empresa for do nível diferenciado aumenta a chance de pagar JSCP em 1,683-1 (68,3%).

No que diz respeito aos setores, os de Comércio, Eletroeletrônicos, Finanças e Seguros, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Siderurgia e Metalurgia, Têxtil e de Veículos e Peças, são mais predispostos a distribuir seus lucros sob a forma de JSCP, do que os demais setores, com um nível de significância adotado de 1%.

Com o objetivo de analisar a influência do Ramo (comércio, indústria e serviços), foi rodada uma nova regressão logística, cujos resultados encontram-se apresentados na Tabela 15:

Tabela 15: Ramo (comércio, indústria e serviços)

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Etapa 1ª						
NívelDiferenciado	,177	,177	,993	1	,319	1,193
LucroLiquido	,000	,000	1,406	1	,236	1,000
IR	,000	,000	5,652	1	,017	1,000
AtivoTotal	,000	,000	1,561	1	,212	1,000
PercentualMaiorAcionista	,001	,003	,055	1	,814	1,001
Setor			16,634	2	,000	
Setor(1)	-,832	,225	13,706	1	,000	,435
Setor(2)	,089	,192	,217	1	,641	1,093
Ano	-,047	,072	,441	1	,507	,954
Constante	95,561	143,901	,441	1	,507	31742895764943100000000000000000000000000,000

Fonte: Elaborada pela autora

Os resultados da regressão permitem afirmar que o ramo da indústria tem menor chance de pagar JSCP que os demais setores. Olhando para o ramo da indústria na coluna “B”, que foi de -0,832, ou seja, um valor negativo. Em seguida

“Sig” que foi de 0,199, isso vai permitir afirmar com 95% de confiança que o fato de a empresa estar no nível NM implica em uma maior chance de pagar JSCP. Olhando para o valor do nível NM na coluna “Exp” que foi de 1,526 conclui-se que se a empresa for do nível NM, aumenta a chance de pagar JSCP em 1,526-1 (52,6%).

5. Considerações finais

Com base em todo o exposto e buscando um alinhamento entre o referencial teórico e a coleta e análise dos dados, serão expostas as conclusões extraídas deste estudo, de forma a oferecer uma pequena contribuição acadêmica sobre o tema.

O estudo buscou um melhor entendimento da política de distribuição de resultados através da investigação da relação entre as práticas diferenciadas de governança corporativas das empresas listadas nos níveis diferenciados e a distribuição de juros sobre capital próprio.

As empresas pesquisadas e a própria delimitação teórica, pode-se dizer, foram os primeiros limitadores da pesquisa. Embora esta pesquisa tenha uma amostra das 168 empresas de capital aberto ativas do Brasil nos anos de 2010 a 2013, os valores aqui apresentados não podem ser interpretados como uma regra, mas sim como uma tendência à sua própria ocorrência.

Outro fator de limitação deste estudo ocorreu em razão da análise das próprias demonstrações financeiras, dado que em vários casos somente pelos valores demonstrados em balanço não era possível interpretar com precisão os valores pagos aos acionistas a título de JSCP, necessitando, em vários momentos da coleta de dados, recorrer também às notas explicativas para melhor compreensão.

Observou-se na análise ano a ano e nos testes de diferenças de média que o grupo das empresas que pagaram JSCP são em média maiores (Ativo Total) e também apresentam Lucro maior, sendo estes achados compatíveis com os de Santos e Salotti (2008).

Os resultados da pesquisa corroboram com os estudos anteriores de Yano e Alencar (2010), uma vez que os mesmos encontraram para os anos de 2007 e 2008 que as empresas com melhor nível de governança corporativa têm 32% de chance a

mais de pagar juros sobre capital próprio do que as demais. Das 168 empresas pesquisadas verificou-se que os resultados não se alteraram significativamente entre os anos de 2010 a 2013.

Os resultados da regressão logística, se considerados simultaneamente todas as variáveis permitem inferir que, apenas o Nível de Governança e o setor da empresa são significantes para afetar a probabilidade de a empresa distribuir lucros como JSCP. As empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança têm maior chance de distribuir JSCP.

No que diz respeito aos setores, os de Comércio, Eletroeletrônicos, Finanças e Seguros, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Siderurgia e Metalurgia, Têxtil e de Veículos e Peças, são mais predispostos a distribuir seus lucros sob a forma de JSCP, do que os demais setores, com um nível de significância adotado de 1%.

Os resultados da regressão logística permitem inferir que, ao serem consideradas simultaneamente todas as variáveis, apenas o Nível de Governança e o setor da empresa são significantes para afetar a probabilidade de a empresa distribuir lucros como JSCP. As empresas que fazem parte dos níveis diferenciados de governança têm maior chance de distribuir JSCP, sendo esta chance 63% maior, em média.

Buscou-se analisar a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA e a opção da empresa pela distribuição de dividendos ou pagamento de juros sobre o capital próprio. Os resultados da regressão permitem afirmar que as empresas participantes dos níveis N2 e NM tem maior chance de pagar juros sobre capital próprio que as empresas participantes dos demais níveis.

Os seguintes objetivos também foram buscados: Descrever o possível conflito de agência entre acionistas minoritários e controladores das empresas, a luz da legislação tributária vigente no País que disciplina sobre a remuneração de acionistas e avaliar a influência de níveis diferenciados de Governança Corporativa relacionados à política de dividendos e tipo de investidor controlador (pessoa física ou jurídica). Não foi encontrada diferença significativa no percentual de participação do maior acionista entre o grupo das empresas que pagaram e o grupo das empresas que não pagaram JSCP.

A pesquisa acrescenta aos achados de estudos anteriores. Sugere-se que a pesquisa seja mais bem explorada, com indicadores que evidenciem diferentes

graus de governança corporativa, em um período maior e utilização de um maior número de variáveis explicativas conforme o modelo adotado.

As conclusões deste estudo ficam restritas à amostra, a técnica da Regressão logística utilizadas e aos modelos desenvolvidos, podendo, como sugestões para novas pesquisas, se utilizar de outras técnicas estatísticas, outros modelos e variáveis para, fazer comparações ao estudo apresentado ou introdução de um maior número de variáveis explicativas.

6. REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. 5ª Ed. São Paulo: Atlas, 2011.

ARANGO, H. G. *Bioestatística: Teórica e Computacional*. Rio de Janeiro: Guanabara Koogan, 2001, 440p.

BERNARDO, H.P.; IKEDA, R.H. O Enigma dos Dividendos e o Risco Sistemático. *Revista Universo Contábil*, ISSN 1809-3337 Blumenau, v. 9, n. 1, p. 104-120, jan./mar., 2013.

BRASIL. Congresso Nacional. *Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995*. Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências.

BRESSAN, M. S. M. *Estudo da relação entre os membros do conselho de administração com ligação com instituições bancárias sobre a estrutura de capital das companhias nacionais não financeiras de capital aberto*. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade Presbiteriana Mackenzie. São Paulo 2013.

BRIDGER, G. V. *Governança corporativa e os efeitos da adesão aos níveis diferenciados de governança sobre o valor no mercado de capitais brasileiro*. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Fundação Getúlio Vargas. Rio de Janeiro: FGV/EPGE, 2006.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. *Administração financeira: teoria e prática*. Tradução Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara e José Nicolas Albuquerque Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

- BRUGNI, T.V.; SARLO, A.N.; BASTIANELLO, R.F. Influência de Dividendos sobre a Informatividade dos Lucros: Evidências empíricas na BM&FBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, ISSN 189-3337 Blumenau, v.8, n. 3, p. 82-99, jul./set., 2012.
- BUENO, A. F. B. *Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras*. 2000. 0 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2000.
- COELHO, F. U. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. *Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da Governança Corporativa. *Revista de Gestão*, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006.
- CORSO, R. M; KASSAI, J. R; LIMA, G. A. S. F. Distribuição de dividendos e juros sobre capital próprio versus retorno das ações. IN: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2010.
- COSENZA, J. P.; ALEGRÍA, A.I.Z.; LAURENCEL, L. C. Implicações da caracterização principal-agente nas abordagens de preços de transferência. *Revista Contabilidade Vista & Revista*, ISSN 0103—734X, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 22, n. 3, p. 127-162, jul./set. 2011.
- CRAMER, Jan Salomon. *The origins of logistic regression*. Amsterdam: Tinbergen institute, 2003.
- CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. . Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO E.; DIAS FILHO, J. M. (coordenadores). *Análise multivariada: para cursos de administração, ciências contábeis e economia*. São Paulo: Atlas, 2007.
- DECOURT, R. F.; PROCIANOY, J. L. O processo decisório sobre a distribuição de lucros das empresas listadas na BM&FBOVESPA: Survey com CFOs. *Revista Brasileira de Finanças*, v. 10, n. 4, p. 461-498, 2012.
- EASTERBROOK, F.H.; FISCHER, D.R. 1991. *The economic structure of corporate law*. Cambridge, Harvard University Press, 384 p.
- FERNANDES, N. A. C.; DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. Governança corporativa no contexto brasileiro: um estudo do desempenho das companhias listadas nos níveis da BM&FBovespa. *Revista Organizações em Contexto*, v. 6, n. 11, p. 22-44, 2010.
- FERREIRA, A. O. A controvérsia sobre os Dividendos. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, v. 6, n. 2, p. 58-65, 2001.
- FRANCIS, J.; SCHIPPER, K.; VICENT, L. Earnings and dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 329-360, 2005.

- GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. São Paulo: Atlas, 1999.
- GITMAN, L. J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- GORDON, M. J. Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, v. 41, n. 2, p. 99-105, 1959.
- HAIR JR., J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. *Análise multivariada de dados*. São Paulo: Bookman, 2009.
- Harris, M., and Raviv, A., (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*. 46, 297-355.
- HIGUCHI, H *Imposto de renda das empresas*. São Paulo: IR Publicações, 2012.
- HOLANDA, A.P.; COELHO, A.C.D. Dividendos e Efeito Clientela: evidências no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas - RAE*, v. 52, n. 4, p. 448-463, 2012.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KIMURA, H.; KAYO, E. K.; PERERA, L. C. J.; KERR, R. B. Estudo da influência da governança corporativa e do ambiente institucional dos países na lucratividade das empresas. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, v. 9, n. 2, p. 101-115, 2012.
- LADEIRA, D. L. *Teoria dos stakeholders no contexto da governança corporativa: um estudo de caso*. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas) – Faculdade de Ciências Empresariais – FACE da Universidade FUMEC. Belo Horizonte 2009.
- LAKATOS, E. M.; MARCONI, M. A. *Fundamentos de metodologia científica*. São Paulo: Atlas, 2003.
- LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L. *Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras*. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 42, n. 1, p. 64-73, jan./fev./mar. 2007
- LANZANA, A. P. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. 2004. 161 p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo. 2004.

LEAL, R. P. C. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração*, v.39, p. 327-337, 2004.

LEITES, E. T.; ZANI, J. *A influência dos juros sobre o capital próprio na formação da estrutura de capital*. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 5., 2008, Resende. Anais... Resende, 2008.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *American Economic Review*, v. 46, n. 2, p.97-113, 1956.

LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOSS, L. *O inter-relacionamento entre políticas de dividendos e de investimentos: estudo aplicado às companhias brasileiras*. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, nº 40, p. 52-66, jan/abr. 2006.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. *Política de dividendos, na prática, é importante?*. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rcf/v14nspe/v14nspea08.pdf>>. Acesso em: 10 mar. 2015.

MARQUEZINE, R. P. *Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário*. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade Pedro Leopoldo, Minas Gerais, 2013.

MAROCO, João. *Análise Estatística com utilização do SPSS*. São Paulo: Edições Silabo, 2007. 3ª edição.

MARTINS, A. I.; FAMÁ, R. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, São Paulo, v. 52, n. 1, p. 24-39, 2012.

MARTINS, I. G. S.; SOUZA, F. R. A Figura dos Juros sobre Capital Próprio e as Contribuições Sociais do PIS e da COFINS. In: *Revista Dialética de Direito Tributário*. v.169. São Paulo: Dialética. Out/09.

MELO, R. S.; BATISTA, P. C. S.; MACEDO, A. C. M.; COSTA, R. B. L. A contribuição da Governança Corporativa para o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Gestão*, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.

MESQUITA, PAULO SÉRGIO BELCHIOR. *Um Modelo de Regressão Logística para Avaliação dos Programas de Pós graduação no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção). Universidade Estadual do Norte Fluminense. Campos dos Goytacases, Rio de Janeiro.

MILLER, M. H; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth and the valuation of shares. *Journal of Business*, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

MINAYO, M. C. S. *O desafio do conhecimento*. São Paulo: Hucitec, 1993.

MOTA, D. C. *Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Administração de empresas). Fundação Getúlio Vargas – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, São Paulo, 2007.

MOURA, F. V. ; DANIEL, A. F. ; GOMES, J. N. ; PEREIRA, J. J. . Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobrás. In: XIV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade e XI Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 2014, São Paulo. XI Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade Novas Perspectivas Na Pesquisa Contábil, 2014.

MOURA, F. V.; DANIEL, A. F.; GOMES, J. N.; PEREIRA, J. J. *Conflitos de Agência, Legitimidade e o discurso sobre Governança Corporativa: o caso Petrobras*. Disponível em: <<http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos142014/316.pdf>>. Acesso em: 12 mar. 2015.

NOSSA, S. N; NOSSA, V; TEIXEIRA, A. J. C. As empresas que distribuem dividendos são mais eficientes? In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 7, 2007, São Paulo. Anais eletrônicos. São Paulo: USP, 2007.

PADOVEZE, C. L. *Controladoria estratégica e operacional*. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

PÊGAS, P. H. *Manual de contabilidade tributária*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 2012.

PILOTTO, L. A. M.; SENRA, L. F. C.; MORENO, R.. *Adaptação do WACC ao Juros Sobre Capital Próprio*. In: 32º Congresso da ANPAD, Rio de Janeiro, 2008.

PIMENTA, D.; BORSATO, J.; RIBEIRO, K. *Desenvolvimento legal da contabilidade: análise do lucro passível de distribuição na Cia. Vale do Rio Doce*. In: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008, Gramado.

Pinna Bernardo, Heloísa; Hirata Ikeda, Ricardo O ENIGMA DOS DIVIDENDOS E O RISCO SISTEMÁTICO Revista Universo Contábil, vol. 9, núm. 1, enero-marzo, 2013 , pp. 104-120 Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, Brasil.

POLUCENO, A. C. *O planejamento tributário em instituições financeiras nacionais: uma análise da remuneração aos acionistas com juros sobre o capital próprio*. Monografia (Curso de Ciências Contábeis). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2009.

PROCIANOY, J. L. *Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989*. Tese de Doutorado. São Paulo, Faculdade de economia, Administração e Contabilidade, 1994.

RABELO, F.; SILVEIRA, J. M. *Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção de integração entre as dimensões competitivas e financeiras*. Instituto de Economia-Universidade estadual de Campinas, n.77, julho, 1999.

ROSS, S. A; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995.

RIBEIRO, Alessandro Gaspar. *Governança Corporativa: Vantagens na Gestão de Empresas Brasileiras no Mercado de Ações*. Monografia – Universidade de Ribeirão Preto – Campus Guarujá. Guarujá 2009.

SANTOS, Ariovaldo dos. Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*. São Paulo, Edição 30 Anos de Doutorado, p. 33 – 44, Junho 2007.

SANTOS, A.; SALOTTI, B. M. *Juros Sobre o Capital Próprio – Pesquisa Empírica Para Avaliação do Nível de Conhecimento das Empresas Sobre Sua Utilização*. UnB Contabil – UnB, Brasília, vol. 10, no 2, Jul/ Dez – 2007

SANTOS, A.; SALOTTI, B. M. *Juros sobre o Capital Próprio: Qual a relação existente entre essa forma de remuneração e as características das empresas?* In: 32º Congresso da ANPAD, Rio de Janeiro, 2008.

SANTOS, O. M.; REZENDE, M. A.; MARQUES, J. A. V. *Dividendos e juros sobre o capital próprio no setor petrolífero brasileiro*. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*. v.3, n.2, p. 47-58, 2005.

SHINOHARA, D. Y. *Estrutura de capital e sua relevância para a organização*. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade), São Paulo, 2006.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, v.52, n. 2, p. 737-783, Jun. 1997.

SILVA, C. J. *Governança corporativa: modismo ou necessidade da empresas*. Guarujá, 2007. Monografia, Universidade de Ribeirão Preto.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. 4. ed. rev. atual. Florianópolis: UFSC, 2005

SILVA, W. V.; SILVEIRA, S. A. A.; CORSO, J. M. D.; STADLER, H. A influência da adesão às práticas de governança corporativa no risco das ações de empresas de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, v. 7, n. 4, p. 82-97, 2011.

SILVEIRA, A. M. *Governança Corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho no Brasil*. Dissertação de Doutorado - Faculdade de

Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, A. M. Governança Corporativa: Desempenho e valor da empresa no Brasil. São Paulo: Saint Paulo, 2005.

SOARES JÚNIOR, L. *Modelo para avaliação do impacto dos juros sobre o capital próprio na estrutura de capital e no fluxo de caixa das empresas*. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção/Gestão da Qualidade e Produtividade). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2001.

SOUSA NETO, J. A.; JORDÃO, R. V. D.; PINHEIRO, J. L.; MARQUEZINE, R. P. Juros Sobre Capital Próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. *Revista de Administração FACES Journal*, v. 13, n. 4, p. 90-108, 2014.

TAVARES FILHO, F. *Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa*. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de São Paulo. São Paulo, 2006

YANO, A. M. ALENCAR, R. C. Governança corporativa e juros sobre capital próprio. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2010, São Paulo. *Anais...* São Paulo: USP, 2010.

WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. *Fundamentos da administração financeira*. 10. ed. São Paulo: Pearson Makron Books, 2000.