

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – PPGA
MESTRADO EM ADMINISTRAÇÃO**

AUTOR: JÉFFERSON AUGUSTO COLOMBO

**JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E
DESTRUIÇÃO DE VALOR: EVIDÊNCIAS NO BRASIL**

Autor:
Jéfferson Augusto Colombo

Orientador:
Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

Porto Alegre, 2011

Jéfferson Augusto Colombo

**JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E
DESTRUIÇÃO DE VALOR: EVIDÊNCIAS NO BRASIL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Administração da Escola de Administração como exigência para obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

Porto Alegre

2011

Jéfferson Augusto Colombo

**JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO, ESTRUTURA DE PROPRIEDADE E
DESTRUIÇÃO DE VALOR: EVIDÊNCIAS NO BRASIL**

Dissertação submetida ao Programa de Pós Graduação em Administração da Escola de Administração como exigência para obtenção do título de Mestre em Administração, ênfase em contabilidade e finanças.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Giácomo Balbinotto Neto
PPGE, Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy
PPGA, Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Prof. Dr. João Luiz Becker
PPGA, Universidade Federal do Rio Grande do Sul

Porto Alegre, Agosto de 2011.

À minha família

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meus pais, pela criação que tive. É para eles que dedico este trabalho. Agradeço também a meus professores e professoras, desde o ensino fundamental até o superior, pelo conhecimento que adquiri e que me impulsionou até aqui. Agradeço aos meus amigos, pelos momentos de descontração e pela amizade que existe independentemente da carreira e do destino de cada um. Agradeço à minha namorada, Aline, por estar do meu lado desde o momento em que entrei no Mestrado.

Agradeço aos professores do PPGA/EA/UFRGS, em especial aqueles da área de Finanças, pela troca de experiências e pelo conhecimento transmitido. Agradeço também aos professores do PPGE/UFRGS, pelos mesmos motivos acima. Agradeço em especial ao Prof. Dr. Paulo Renato Soares Terra, meu orientador e amigo, que durante as orientações contribuiu com idéias importantes para o desenvolvimento deste trabalho.

Agradeço ao colega e amigo Marcos Vinício Wink Jr, pela troca de experiências na elaboração de rotinas de estimação e na utilização do software Stata®. Agradeço também ao colega Marco Martins, que sugeriu e emprestou referências bibliográficas importantes. Ao amigo Renan Cortês, um agradecimento pelas conversas e debates envolvendo aspectos estatísticos. Agradeço também às bolsistas de iniciação científica, Marília Martins e Letícia Pavlak, que muito contribuíram na trabalhosa e árdua tarefa de coletar dados sobre estrutura de propriedade para 404 empresas, em um período de 12 anos.

Finalmente, mas não menos importante, agradeço à CAPES, pelo apoio financeiro durante grande parte do período em que estive no Mestrado, e à Fundação de Economia e Estatística Siegfried Emanuel Heuser (FEE), não só pelo suporte financeiro mas também pelas licenças que obtive para poder finalizar os créditos do mestrado.

RESUMO

Este trabalho relaciona a estrutura de propriedade das empresas brasileiras de capital aberto com a distribuição de Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), de 1997 a 2008, através de estimações Probit e Tobit com dados em painel. Uma das inovações deste estudo é analisar a distribuição de JSCP sob a ótica dos controladores (beneficiários), e não somente da empresa (investida). Constata-se que a distribuição de JSCP, apesar de reduzir a carga tributária no nível da firma, enseja alíquotas variáveis de acordo com a natureza jurídica dos acionistas. Os resultados empíricos sugerem que: a) a estrutura de propriedade afeta tanto a propensão quanto o montante distribuído de JSCP; b) a presença de investidores institucionais aumenta significativamente a distribuição de proventos em dinheiro através de JSCP *vis-à-vis* dividendos; c) desvios da relação “uma ação – um voto” estão positivamente relacionados com a distribuição de JSCP; d) empresas maiores, mais lucrativas, sujeitas a melhores práticas de governança corporativa e com maiores oportunidades de crescimento tendem a distribuir mais proventos em dinheiro via JSCP, prática esta que aumenta a riqueza dos acionistas.

Palavras-chave: Estrutura de Propriedade, Juros Sobre o Capital Próprio, Governança Corporativa.

ABSTRACT

This paper investigates the relationship between the ownership structure of Brazilian listed firms and the payout of Interest on Equity Capital (Juros Sobre o Capital Próprio – JSCP) in the period 1997 to 2008, employing panel data Probit and Tobit estimation. One major contribution of this study is the analysis of JSCP payout under the perspective of the shareholders instead of the usual firm-based perspective. We find that JSCP payout, despite reducing the tax burden at the firm level, gives rise to variable tax rates depending on the nature of the shareholder. Empirical results suggest that (a) the ownership structure influences both the propensity and the amount paid out as JSCP; (b) the presence of institutional investors significantly increases cash distributions under the form of JSCP *vis-à-vis* cash dividend payouts; (c) deviations from the “one-share-one-vote rule” are positively related to JSCP payout; (d) firms that are bigger, more profitable, present better governance practices, and have more growth opportunities tend to payout more cash as JSCP, a practice that increases shareholders’ wealth.

Keywords: Ownership Structure, Interest on Equity Capital, Corporate Governance.

LISTA DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1: Evolução anual da quantidade de empresas elegíveis à distribuição de JSCP..... | 61 |
| Figura 2: Evolução temporal da proporção de empresas pagadoras de JSCP..... | 86 |

LISTA DE QUADROS

| | |
|--|----|
| Quadro 1 - Influência do tipo de acionista sobre a tributação dos Juros sobre Capital Próprio..... | 55 |
| Quadro 2 - Classificação e definição das variáveis de estrutura de propriedade..... | 66 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|-----|
| Tabela 1: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Física (PF)..... | 46 |
| Tabela 2: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Jurídica (PJ) tributada pelo lucro real e COM adicional de IR..... | 50 |
| Tabela 3: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Jurídica (PJ) tributada pelo lucro real e SEM adicional de IR..... | 51 |
| Tabela 4: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Entidades associativas de investimento..... | 54 |
| Tabela 5: Alternativa de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista..... | 56 |
| Tabela 6: Critérios de elegibilidade para pagamento de JSCP..... | 59 |
| Tabela 7: Amostra final – 21 setores de atividade econômica..... | 62 |
| Tabela 8: Composição setorial e média das variáveis de JSCP e de estrutura de propriedade..... | 64 |
| Tabela 9: Descrição das variáveis utilizadas no estudo..... | 74 |
| Tabela 10: Matriz de correlação entre as variáveis..... | 77 |
| Tabela 11: Comparação entre as variáveis brutas e <i>winsorizadas</i> | 82 |
| Tabela 12: Estatísticas descritivas das variáveis..... | 83 |
| Tabela 13: diferença de média entre dois grupos de empresas..... | 85 |
| Tabela 14: Análise do número de empresas distribuidoras de proventos em dinheiro..... | 87 |
| Tabela 15: Estrutura de propriedade e a propensão a distribuir JSCP (modelos Probit)..... | 90 |
| Tabela 16: Estrutura de propriedade e o montante de distribuição de JSCP (modelos Tobit)..... | 92 |
| Tabela 17: Análise de sensibilidade dos resultados via mudança de <i>proxies</i> | 97 |
| Tabela 18: Análise de sensibilidade dos resultados a variáveis dependentes alternativas..... | 101 |

LISTA DE ABREVIACÕES

ADR – American Depositary Receipt

COFINS – Contribuição para Financiamento da Seguridade Social

CSLL – Contribuição Social sobre o Lucro Líquido

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EAPC – Entidade Aberta de Previdência Complementar

EFPC – Entidade Fechada de Previdência Complementar

EPC – Entidade de Previdência Complementar

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IRPJ – Imposto de Renda da Pessoa Jurídica

IRRF – Imposto de Renda Retido na Fonte

JSCP – Juros Sobre o Capital Próprio

MQO – Mínimos Quadrados Ordinários

PF – Pessoa Física

PIS – Programa de Integração Social

PJ – Pessoa Jurídica

STF – Superior Tribunal Federal

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo

VPL – Valor Presente Líquido

SUMÁRIO

| | |
|--|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO | 13 |
| 1.1. PROBLEMA DE PESQUISA | 16 |
| 1.2. OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS | 16 |
| 1.3. JUSTIFICATIVA E ORIGINALIDADE..... | 17 |
| 1.4. SÍNTESE DOS RESULTADOS | 17 |
| 1.5. CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS E DELIMITAÇÕES | 18 |
| 2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA..... | 20 |
| 2.1. POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS..... | 20 |
| 2.1.1. TEORIA | 20 |
| 2.1.1.1. CUSTOS DE TRANSAÇÃO | 21 |
| 2.1.1.2. PROBLEMAS DE AGÊNCIA..... | 22 |
| 2.1.1.3. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES | 22 |
| 2.1.1.4. DIVIDENDOS MÍNIMOS OBRIGATÓRIOS | 24 |
| 2.1.2. PECULIARIDADES DO BRASIL..... | 24 |
| 2.1.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS | 25 |
| 2.2. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE..... | 29 |
| 2.2.1. TEORIA | 30 |
| 2.2.2. PECULIARIDADES DO BRASIL..... | 30 |
| 2.2.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS | 32 |
| 2.3. CONTEXTO BRASILEIRO..... | 33 |
| 2.3.1. JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO | 33 |
| 2.3.2. MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DA FIRMA NA PRESENÇA DE JSCP..... | 34 |
| 3. CARACTERÍSTICAS DA LEGISLAÇÃO FISCAL E SOCIETÁRIA BRASILEIRA | 39 |
| 3.1. FORMAS CONTÁBEIS DE APURAÇÃO DO LUCRO | 39 |
| 3.1.1. LUCRO REAL | 39 |
| 3.1.2. LUCRO PRESUMIDO | 40 |
| 3.2. REGIMES DE INCIDÊNCIA DE PIS E COFINS | 41 |
| 3.2.1. REGIME CUMULATIVO | 42 |
| 3.2.2. REGIME NÃO CUMULATIVO | 43 |
| 3.3. DIFERENÇAS TRIBUTÁRIAS CONFORME A NATUREZA JURÍDICA DO RECEBEDOR | 44 |
| 3.3.1. PESSOA FÍSICA..... | 44 |
| 3.3.2. PESSOA JURÍDICA | 47 |
| 3.3.3. ENTIDADES ASSOCIATIVAS DE INVESTIMENTOS | 52 |
| 3.3.4. SÍNTESE DAS DIFERENÇAS TRIBUTÁRIAS NO RECEBIMENTO DE JSCP | 55 |
| 3.4. A OPINIÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS SOBRE A INFLUÊNCIA DO TIPO DE ACIONISTA NA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS..... | 56 |
| 4. ASPECTOS METODOLÓGICOS | 58 |
| 4.1. COLETA DE DADOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA..... | 58 |
| 4.2. PERÍODO | 65 |
| 4.3. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE..... | 65 |
| 4.4. MODELO EMPÍRICO..... | 67 |
| 4.5. CONSTRUTOS E VARIÁVEIS..... | 68 |
| 4.5.1. VARIÁVEIS DEPENDENTES | 69 |
| 4.5.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES | 69 |

| | |
|---|------------|
| 4.6. UTILIZAÇÃO DE DADOS EM PAINEL | 78 |
| 4.6.1. MODELO PROBIT | 79 |
| 4.6.2. MODELO TOBIT | 80 |
| 5. RESULTADOS | 81 |
| 5.1. TRATAMENTO DOS OUTLIERS | 81 |
| 5.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS | 82 |
| 5.3. EVOLUÇÃO DOS JSCP (1997 A 2008) | 85 |
| 5.4. ANÁLISE MULTIVARIADA..... | 87 |
| 5.4.1. PROPENSÃO A DISTRIBUIR JSCP..... | 88 |
| 5.4.2. MONTANTE DE DISTRIBUIÇÃO DE JSCP | 91 |
| 5.5. ROBUSTEZ DOS RESULTADOS | 94 |
| 5.5.1. SUBSTITUIÇÃO DE PROXIES | 94 |
| 5.5.2. SENSIBILIDADE A DIFERENTES VARIÁVEIS DEPENDENTES | 98 |
| 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS..... | 102 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 105 |
| ANEXO I – LEI 9.249/95 | 112 |

1. INTRODUÇÃO

A relação entre a estrutura de propriedade e a distribuição de proventos é relativamente recente no meio acadêmico. Os primeiros estudos sobre o tema sugeriram que o pagamento de dividendos reduz o problema de agência entre acionistas e gestores (Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Gomes, 2000), sendo que apenas recentemente atentou-se para o fato de as distribuições de proventos mitigarem também o problema de agência entre acionistas majoritários e minoritários (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 2000; Claessens *et al.*, 2002; Faccio *et al.*, 2001; Truong e Heaney, 2007). Na medida em que uma maior parte dos lucros é distribuída, haveria uma dupla vantagem para os acionistas: i) os gestores selecionariam melhor os projetos de investimento da firma, reduzindo o risco de superinvestimento (*overinvestment*); ii) ocorreria uma redução dos custos de monitoramento.

A partir das publicações de Easterbrook (1984) e Jensen (1986), o tema política de dividendos ganhou uma acepção diferente, voltada para os conflitos de interesse existentes no contexto da firma. Uma vertente importante de estudos aborda a influência do sistema legal sobre a proteção aos investidores (La Porta *et al.*, 1998) e sobre as decisões da firma, em especial a distribuição de proventos (La Porta *et al.*, 2000). Nos sistemas baseados no direito civil francês (*french civil law*), onde o Brasil se inclui, em média a concentração acionária é maior, o que se caracteriza em uma espécie de defesa dos acionistas diante do baixo grau de proteção aos investidores (La Porta *et al.*, 1998). Este fato enseja um problema de agência adicional: os acionistas controladores podem exercer atividades que resultem em benefício próprio, mediante expropriação dos demais acionistas. Essas atividades podem ser, e muitas vezes o são, lícitas. Neste contexto, a estrutura de propriedade, com suas especificidades quanto à natureza dos acionistas e às proporções sobre os capitais votante e total, pode resultar em custos adicionais aos acionistas, medido pelo risco de expropriação. Esse problema também ficou conhecido na literatura pelo termo *tunneling* (Johnson *et al.*, 2000), e caracteriza uma situação em que os controladores se engajam em atividades, lícitas ou não, com o intuito de extrair riqueza para si mesmos.

Empiricamente, há evidências de que os pagamentos de dividendos são maiores, em média, nos países onde há elevada proteção legal aos acionistas minoritários, suportando a hipótese de que os minoritários utilizam seus maiores poderes para extrair das empresas montantes maiores de dividendos (hipótese consequência, ou *outcome hypothesis*, de La Porta *et al.*, 2000). Evidências favoráveis à hipótese resultado também foram encontradas no

recente trabalho de Brockman e Unlu (2011). Em oposição a essa idéia, Mitton (2004) argumenta que é exatamente nos países onde não há um sistema de governança corporativa eficaz que os indivíduos deveriam perceber o risco de expropriação e dar mais valor aos dividendos, o que corroboraria com a hipótese substituição, ou *substitute hypothesis* (La Porta *et al.*, 2000).

Muitos países, ao perceberem o problema de agência entre acionistas controladores e minoritários, utilizam ferramentas regulatórias para mitigar o risco de expropriação. Uma das mais comuns é a imposição de dividendos mínimos obrigatórios (La Porta *et al.*, 2000), mecanismo regulatório adotado, inclusive, no Brasil¹. O reflexo direto da imposição de dividendos mandatórios é a redução do fluxo de caixa livre da empresa, o que dificulta que controladores obtenham benefícios privados através de atividades de *tunneling*. Por outro lado, a obrigatoriedade do pagamento de dividendos aumenta a necessidade de financiamento externo, colocando em risco a execução de projetos rentáveis para a empresa (Myers e Majluf, 1984). Este efeito colateral se torna mais grave ainda quando são analisados países com sistemas jurídicos inspirados no direito civil (*civil law*), que frequentemente apresentam, além da baixa proteção aos acionistas minoritários, baixo grau de proteção aos credores (La Porta *et al.*, 1998). Se há menor proteção aos credores, o risco na concessão de crédito é maior, portanto. Sendo maior este risco, maior será a taxa de juros exigida pelo emprestador, o que, do ponto de vista da empresa, aumenta o custo de financiamento externo.

A relação estreita entre o ambiente institucional e política de dividendos é que, em países como o Brasil, onde tanto a carga tributária quanto o custo do dinheiro são comparativamente altos, os lucros gerados internamente pela empresa assumem uma importância ainda maior, colocando em cheque a efetividade da obrigatoriedade na distribuição de dividendos. Martins (2010) encontrou evidências que as empresas com melhores oportunidades de investimentos usam mais fortemente subterfúgios legais para reduzir os dividendos mínimos obrigatórios. Este tipo de argumento sugere que, em um ambiente de baixa proteção aos credores, altas taxas de juros, mercado de capitais ainda incipiente, e, portanto, sérias restrições financeiras, as empresas contornam a legislação pertinente aos dividendos mínimos obrigatórios de forma a suprir a lacuna de financiamento externo.

¹ Da amostra total de 46 países de La Porta *et al.* (2000), 5 possuíam, à época, imposições regulatórias de pagamento mínimo de dividendos: Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela.

Além das já referidas peculiaridades envolvendo a prática de distribuição de proventos, a legislação brasileira, a partir da prolação da Lei nº 9.249/1995 (BRASIL, 1995), introduziu o conceito de "Juros Sobre o Capital Próprio" (Juros Sobre o Capital Próprio – doravante JSCP). Este normativo, em seu artigo 9º, §7º, permitiu às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404/76, conhecida como a “Lei das Sociedades por Ações”. Com vantagens fiscais evidentes, a distribuição de proventos em dinheiro no Brasil passou a ter um novo instrumento, aparentemente eficaz diante de um ambiente empresarial de tributação elevada e de falta de opções legais para a execução de um planejamento tributário adequado.

Apesar das notórias vantagens do uso de JSCP na distribuição de proventos, elucidadas, inclusive, por exemplificações numéricas neste estudo, ainda é relativamente baixo o percentual de empresas que distribuem seus proventos sob essa forma. Da amostra total de 857 ativos elegíveis, o percentual médio de ativos que distribuíram proventos sob a forma de JSCP durante o ano variou de 6% (1997) a 55% (2008). Foi apenas a partir de 2005 que a distribuição de JSCP ganhou representatividade, e mesmo assim, aproximadamente 45% dos ativos elegíveis à distribuição de proventos via JSCP ainda distribuem seus lucros exclusivamente via dividendos. Vale lembrar que esta forma de distribuição de lucros não permite dedução da base de cálculo de impostos e contribuições no nível da empresa, ao contrário dos JSCP.

Como possíveis explicações para a baixa adoção de pagamentos de JSCP no Brasil, são encontrados diversos argumentos na literatura: i) formação de hábito das firmas e dos investidores (Carvalho, 2003); ii) falta de uma regulamentação um pouco mais detalhada acerca da matéria (Costa Jr. *et al.*, 2004; Silva *et al.*, 2006); iii) desconhecimento por parte de determinadas companhias abertas no cômputo de JSCP e na imputação destes aos dividendos mínimos obrigatórios (Costa Jr. *et al.*, 2004); iv) risco de transitoriedade da legislação (Carvalho, 2003); v) falta de padronização no tratamento e na evidenciação contábil dos JSCP (Silva *et al.*, 2006); vi) características inerentes exclusivamente ao controlador das companhias (Rangel e da Silva, 2007; Malaquias *et al.*, 2007); vii) escassez de pesquisas acadêmicas e publicações técnicas (Silva *et al.*, 2006).

Neste estudo, investiga-se a estrutura de propriedade como um possível determinante da distribuição de JSCP no Brasil, consoante com as justificativas baseadas nos interesses potencialmente conflitantes dos controladores (Rangel *et al.*, 2007; Malaquias *et al.*, 2007). Por meio de exemplificações numéricas, constata-se que as vantagens dos JSCP podem ou

não ocorrer para investidores pessoa jurídica, ao passo que, para acionistas pessoa física e entidades associativas de investimentos, a distribuição ótima é de 100% de seus proventos em dinheiro sob a forma de JSCP, desde que não ultrapasse, obviamente, o limite imposto pela legislação². No que se refere aos beneficiários pessoa jurídica, a análise deve levar em conta outros fatores, como a existência de base negativa para a tributação e a incidência ou não do adicional de 10% de Imposto de Renda. Como o ótimo do ponto de vista tributário depende da natureza jurídica do beneficiário, as decisões sobre a distribuição de dividendos *vis-à-vis* JSCP devem ser analisadas considerando as especificidades do(s) controlador(es). Nesse ponto, esta pesquisa é um avanço para um melhor entendimento de por que muitas empresas que distribuem recorrentemente proventos em dinheiro aos seus acionistas não estão optando pelos JSCP no Brasil. Mostra-se que, quando o controlador não possui incentivo pecuniário com a distribuição de JSCP, a probabilidade de ocorrência de políticas destruidoras de valor aumenta, o que implica conseqüências indesejáveis para os acionistas minoritários dessas empresas.

1.1. PROBLEMA DE PESQUISA

Diante desses aspectos teóricos, este trabalho define assim seu problema de pesquisa: a estrutura de propriedade no Brasil, levando em conta os aspectos tributários peculiares à natureza do acionista controlador, afeta a distribuição de JSCP das empresas de capital aberto?

1.2. OBJETIVOS GERAIS E ESPECÍFICOS

Para responder a esta pergunta, é definido o seguinte objetivo geral: analisar, teórica e empiricamente, a distribuição de proventos em dinheiro com o objetivo de relacionar essa decisão estratégica com a estrutura de propriedade e com os incentivos criados pela legislação fiscal e societária brasileira.

Para atingir o objetivo geral, foram definidos os seguintes objetivos específicos:

- Sintetizar como a legislação tributária brasileira, no tocante aos JSCP, diferencia o benefício líquido dos acionistas de acordo com a sua natureza jurídica;
- Apresentar exemplos práticos em que uma empresa hipotética distribui proventos em dinheiro a seus acionistas via dividendos ou JSCP, e avaliar a economia (deseconomia) tributária auferida através do uso de JSCP para diferentes grupos de beneficiários;

² Na prática, as vantagens dos JSCP estão relacionadas com a utilização de outros benefícios fiscais, como as despesas financeiras. Os resultados da análise multivariada sugerem que o montante de JSCP distribuído é negativamente relacionado com as despesas financeiras e positivamente relacionado com a depreciação dos ativos.

- Demonstrar, ao longo do tempo, como evoluiu a distribuição de JSCP no Brasil;
- Analisar a influência da estrutura de propriedade na distribuição de JSCP em dois aspectos distintos: i) propensão a distribuir; ii) montante total distribuído.
- Avaliar a sensibilidade dos resultados da análise multivariada à aplicação de diferentes variáveis *proxies*, incluindo quatro alternativas distintas de mensuração da distribuição de JSCP.

1.3. JUSTIFICATIVA E ORIGINALIDADE

O tema deste estudo é importante por tratar de uma questão central de governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. A tese deste estudo é que muitas firmas podem não estar gozando dos benefícios fiscais dos JSCP justamente porque a legislação tributária desincentiva seus controladores a fazê-lo.

Esse trabalho inova e aprofunda a análise em alguns pontos importantes. Primeiramente, aborda-se a distribuição de JSCP sob a ótica dos beneficiários (acionistas), e não dos pagadores (empresas investidas) como é comumente visto. Em segundo lugar, como reflexo de potenciais problemas de mensuração, criou-se uma variável que mede a razão entre o montante distribuído e o máximo permitido pela legislação (JSCP_JSCP*), que permite mensurar de forma mais assertiva o tamanho do benefício fiscal auferido por cada firma via JSCP. Por fim, são realizadas diversas análises de sensibilidade que permitem uma melhor e mais fidedigna avaliação dos resultados encontrados.

1.4. SÍNTESE DOS RESULTADOS

Os exemplos práticos de uma distribuição hipotética de dividendos ou JSCP para diferentes beneficiários revelou que a distribuição de JSCP aumenta o valor da firma, *ceteris paribus*. Apesar disso, no nível do acionista recebedor, ou beneficiário, esta vantagem pode desaparecer. Isso acontece no caso de acionistas pessoa jurídica tributadas pelo lucro real e sujeitas ao adicional de IRPJ de 10%. Nestes casos, a economia tributária é negativa em 9,25%, montante equivalente à alíquota de PIS e COFINS incidente sobre as receitas oriundas de JSCP nessas empresas. Este desequilíbrio gera um conflito de interesses, uma vez que, para os minoritários pessoa física, a maximização de sua riqueza ocorre sempre por meio de pagamento de JSCP. No caso de seu não pagamento, os benefícios são auferidos pelos controladores, que pagam menos impostos. Essa prática, entretanto, traz impactos para a riqueza dos demais acionistas da empresa, sujeitos, muitas vezes, a alíquotas de tributação diferentes. Como resultado, grupos de beneficiários desfavorecidos por essa política devem negociar o ativo com deságio, ou seja, exigir um prêmio proporcional à perda de riqueza.

No caso de investidores pessoa física e entidades associativas de investimentos, o benefício líquido da distribuição de lucros via JSCP em relação à distribuição via dividendos é de 19% e 34%, respectivamente, que corresponde ao montante de impostos que é economizado por meio dessa modalidade de distribuição. Nessas empresas, ocorre uma convergência entre os interesses monetários da empresa, dos acionistas controladores e dos acionistas minoritários.

Na análise multivariada, os resultados em geral corroboraram com a expectativa inicial. Constatou-se que a presença de fundos de investimento e Entidades de Previdência Complementar (fechadas ou abertas) com mais de 5% do capital votante aumenta a propensão de uma empresa média distribuir JSCP, com significância estatística robusta a diversas especificações. Além disso, essas empresas utilizam de forma mais contundente os benefícios propiciados pela legislação fiscal e societária brasileira, medido por quatro variáveis dependentes distintas, incluindo a razão entre a quantidade distribuída (JSCP) e a quantidade máxima permitida pela legislação (JSCP*). No mesmo sentido, a presença de pessoas físicas e de órgãos de governo no controle também sugere uma distribuição de proventos em dinheiro criadora de valor, porém esse resultado só é estatisticamente significativo em alguns modelos. Os resultados sugerem também que o tamanho da participação dos controladores no capital votante não influencia a distribuição de JSCP. Por outro lado, os desvios de direito entre o capital votante e o capital total estão positivamente relacionados com a distribuição de JSCP.

Outras evidências empíricas deste estudo sugerem que as empresas pertencentes aos níveis mais rígidos de governança corporativa (Nível II e Novo Mercado) distribuem mais JSCP que as demais, o que corrobora com a “hipótese consequência” de La Porta *et al.* (2000). Destaca-se que esse efeito desaparece quando são incluídas as empresas listadas no Nível I de governança corporativa, sugerindo que este nível, ao menos no que se refere às boas práticas na distribuição de proventos em dinheiro, está mais próximo do mercado tradicional do que dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa.

Em conjunto, as evidências apontam que a presença de controladores influencia a distribuição de proventos em dinheiro no Brasil, mesmo controlando para os efeitos de tamanho, lucratividade, benefícios fiscais não patrimoniais, oportunidades de investimento e governança corporativa.

1.5. CONTRIBUIÇÕES E DELIMITAÇÕES

Essa dissertação contribui para o estudo de governança corporativa e distribuição de proventos sob diversos prismas. No campo teórico, essa pesquisa permite um melhor

entendimento da influência da estrutura de propriedade sobre as decisões de distribuição de JSCP das empresas, que afetam diretamente tanto a tributação arrecadada pelo governo quanto o valor das firmas. Em termos práticos, esse estudo sugere políticas de distribuição de proventos em dinheiro para que as empresas alinhem o pagamento de proventos à maximização da riqueza dos acionistas. Por fim, o produto final desta pesquisa pode servir também de insumo para órgãos reguladores, que poderão agregar novos elementos na avaliação dos impactos da legislação vigente sobre a riqueza dos acionistas e o valor potencial das firmas. Nesse caso, o poder público poderia questionar, debater e eventualmente até mesmo reavaliar leis e normas, no sentido de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Apesar das inúmeras implicações sugeridas por este trabalho, ressalta-se o tema de análise é extremamente amplo e complexo, e seus desdobramentos estão longe de serem esgotados. Além disso, por abranger temas pouco estudados na área de finanças corporativas, notadamente questões de direito tributário e societário, a abordagem deste trabalho é direcionada aos aspectos afins a finanças corporativas, deixando em segundo plano aspectos não menos importantes de direito societário e tributário. Finalmente, os modelos empíricos obedecem a critérios específicos de amostragem, coleta e estimação dos dados, os quais demandam pesquisas futuras para avaliar critérios alternativos e comparar seus resultados com os aqui encontrados.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1. POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS

Uma das decisões gerenciais mais importantes nas grandes empresas diz respeito à destinação dos lucros gerados pela atuação da firma no mercado. Se por um lado os recursos gerados internamente pela atividade da empresa podem ser distribuídos aos acionistas, por outro eles podem ser reinvestidos na própria atividade empresarial, financiando projetos supostamente rentáveis. Há, ainda, outra questão importante: se a opção mais favorável é distribuir lucros, em que magnitude a empresa deve distribuí-los a seus sócios? Apesar de não haver consenso sobre a existência de uma política de distribuição ótima para todas as empresas, é factual que essa decisão deve ser pautada pelo reflexo que ela trará na riqueza dos acionistas.

Esta seção analisa a política de distribuição de proventos em dinheiro sob dois prismas distintos. A primeira seção trata de forma resumida das principais teorias que surgiram na literatura sobre o tema, destacando alguns de seus principais autores. Já a segunda seção trata das evidências empíricas, buscando resumir alguns dos principais trabalhos realizados tanto no Brasil quanto no exterior. Destaca-se que as recompras de ações, mesmo sendo uma prática comum de distribuição de lucros no mercado de ações brasileiro, fogem do escopo deste trabalho, e por isso são colocadas em segundo plano na revisão de literatura.

2.1.1. TEORIA

No meio acadêmico, grande atenção tem sido dada ao tema nas últimas décadas, principalmente após a publicação do trabalho original de Modigliani e Miller (1961), que veio a se tornar um paradigma em finanças corporativas. Neste artigo, os autores sugerem que a política de dividendos seria irrelevante no que tange ao valor da firma. Calcados nos pressupostos de mercados completos, simetria de informações e ausência de custos de transação, ao se separar as decisões de investimento e de financiamento, o valor da empresa seria determinado única e exclusivamente pelo retorno dos investimentos realizados, não importando a estrutura de capital adotada para financiá-los. Como exemplo, os autores citam que o pagamento de dividendos reduz o valor da empresa no mesmo montante da distribuição, e os beneficiários passariam a ter um ativo de menor valor e mais recursos financeiros, sendo que sua riqueza permaneceria inalterada.

Nas décadas seguintes ao trabalho de Modigliani e Miller (1961), diversas ramificações teóricas surgiram na tentativa de se incorporar imperfeições de mercado à

política de distribuição de proventos das empresas. Três grandes correntes principais alcançaram destaque na literatura: custos de transação, custos de agência e assimetria de informações. Os tópicos a seguir descreverão sucintamente os principais enfoques e trabalhos de cada uma dessas correntes teóricas.

2.1.1.1. CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Segundo os teóricos da corrente que enfatiza os custos de transação, estes afetariam diretamente a forma com que a empresa toma decisões sobre dividendos. Isto inclui, na prática, a diferença de custos entre a distribuição de proventos em dinheiro e formas equivalentes de distribuição de lucros, como recompra de ações e bonificações³ (Allen e Michaely, 2002). Como as formas de distribuição de lucros apresentam tratamentos fiscais diferenciados na maioria dos países, muitos artigos relacionam esse diferencial de alíquotas de impostos com o valor das firmas, determinando, por meio da minimização da carga tributária, o que seria a política de dividendos mais benéfica aos acionistas.

Notadamente, a tributação é um dos componentes mais importantes dos custos de transação. Morck e Yeung (2005) sugerem que reduções nas alíquotas de imposto devem aumentar a quantidade de dividendos distribuídos, *ceteris paribus*. Este argumento é sustentado também pelos resultados da *survey* realizada por Brav, Graham, Harvey e Michaely (2005), que apontam as questões tributárias como sendo o segundo fator considerado no estabelecimento de uma política de dividendos pelas empresas americanas.

Diversos trabalhos, entretanto, avaliam que as práticas de distribuição ocorrem em desencontro com as práticas menos onerosas do ponto de vista tributário. Black (1976), nesse sentido, cunhou a expressão que ficou conhecida na literatura como “*dividend puzzle*”. Nos EUA, onde os impostos sobre dividendos são maiores do que os impostos sobre ganhos de capital, por que as empresas distribuem tantos proventos sob a forma de dividendos em dinheiro – cerca de 50% do lucro líquido total das empresas? Esta questão, embora ainda não solucionada, é frequentemente explicada pela ideia de que o sinal emitido pelas empresas através de dividendos só é informativo em um ambiente com alta taxa de imposto nos dividendos (Bhattacharya, 1979; John e Willians, 1985).

³ A análise de recompra de ações e bonificações foge do escopo deste trabalho, que foca sua análise exclusivamente nas formas de distribuição de proventos em dinheiro (*cash dividends*) abrangidas pela legislação brasileira. Apesar disso, é importante que essas formas alternativas de distribuição de lucros sejam entendidas como partes de um conceito mais amplo e abrangente, que é a política de dividendos (*dividend policy*).

2.1.1.2. PROBLEMAS DE AGÊNCIA

A segunda corrente teórica para decisões relacionadas a dividendos enfatiza o conceito de custos de agência. Jensen e Meckling (1976, p. 357), em seu estudo seminal, destacam que os custos de agência são tão reais quanto qualquer outro custo já avaliado pela organização. Eles são influenciados, entre outras coisas, pelos estatutos das empresas e pelas leis que os regem, especialmente no que tange aos incentivos criados em contrato pelas partes relacionadas.

Os defensores desse arcabouço teórico preconizam que firmas com fluxos de caixa livres substanciais tenderão a sobreinvestir, aceitando projetos com valor presente líquido (VPL) negativo. Em firmas com problema de superinvestimento (*overinvestment*), aumentos nas distribuições de dividendos tenderiam a aumentar o valor da firma, visto que ocasionariam uma maior seletividade nos projetos de investimento. Easterbrook (1984) argumentou que a distribuição de dividendos diminui o fluxo de caixa livre dos gestores e, portanto, os custos de monitoramento e o problema da aversão ao risco dos gestores seriam menores⁴. Além disso, a distribuição de lucros aos acionistas reduz o conflito de interesses entre acionistas controladores e minoritários (Jensen, 1986; Gomes, 2000), já que os recursos internos podem ser utilizados para financiar projetos pouco rentáveis do ponto de vista da firma, mas que oferecem benefícios privados aos seus controladores.

Na presença de custos de agência, uma das principais ações para reduzir seus efeitos é a imposição de leis (La Porta *et al.*, 2000), o que ocorre tanto no ambiente corporativo quanto no âmbito regulatório. Alguns países adotam os chamados dividendos mandatórios, que funcionam como uma distribuição compulsória de uma fração dos lucros, com o intuito de coibir a expropriação de minoritários. Essa adoção regulatória é uma consequência de mecanismos ineficientes de proteção aos acionistas minoritários, características normalmente observadas nos países com sistema legal baseado no direito civil, ou *civil law* (La Porta *et al.*, 2000).

2.1.1.3. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

Finalmente, os modelos de assimetria de informações focam em dois aspectos principais: sinalização (Miller e Rock, 1985; Priestley e Garrett, 2000) e a *pecking order* (Myers, 1984; Myers e Majluf, 1984). Os modelos derivados de assimetria informacional

⁴ A contribuição teórica de Easterbrook (1984) ajuda a entender, ao menos parcialmente, a razão pelo qual empresas distribuem dividendos e levantam capital simultaneamente, questão que foi levantada originalmente por Miller e Rock (1985).

pressupõem que o gestor possui muito mais informações sobre a firma do que acionistas e credores, o que pode levar ao problema de subinvestimento (*underinvestment*). Este problema será nitidamente maior quando maior for a disparidade informacional entre as partes, ou seja, quanto maior for o *gap* entre o que os administradores sabem e o que as partes interessadas sabem sobre as verdadeiras características da empresa.

Segundo os defensores da *pecking order*, as firmas financiam seus novos investimentos minimizando custos oriundos de assimetria de informações. Utilizam, pois, recursos financeiros na seguinte ordem: i) lucros retidos; ii) dívida de baixo risco; iii) dívida de alto risco; iv) emissão de ações (Myers, 1984). O reinvestimento dos lucros gerados seria, assim, a fonte de financiamento preferencial dos gestores, o que consagraria um percentual menor dos lucros (*payout*) distribuído aos acionistas.

Um segundo grupo de modelos criados a partir da teoria da assimetria informacional gira em torno da sinalização (Kalay, 1980; Miller e Rock, 1985). Segundo esta corrente teórica, o ato de pagar, quanto e quando pagar dividendos gera um sinal ao mercado sobre as perspectivas dos gestores, os quais possuem mais informações sobre o negócio do que os acionistas. Se a empresa não paga ou paga pouco dividendo, pode haver um sinal implícito nessa atitude de que a empresa possui diversos projetos com VPL positivo disponíveis. Entretanto, pode ocorrer uma segunda interpretação sobre a divulgação de dividendos, especialmente quando do anúncio de políticas de recompra de ações: de que a empresa, cujos gestores têm mais informações que o restante do mercado, está subavaliada, aproveitando a oportunidade de mercado (*market timing*) para adquirir suas ações a um preço módico.

Para Miller e Rock (1985), o anúncio de dividendos por parte das firmas contém informação sobre seus prováveis lucros futuros. Por essa “rota indireta”, os dividendos podem adquirir um importante conteúdo informacional, representando um sinal com capacidade preditiva do desempenho das firmas em períodos futuros. Na literatura, este assunto ficou conhecido como o conteúdo informacional dos dividendos (*information content of dividends*). Segundo esta teoria, os gestores utilizam variações nos dividendos como forma de sinalizar ao mercado mudanças na lucratividade futura da empresa. Seguindo esta mesma linha, Smart, Megginson e Gitman (2004) afirmam que os gestores tendem a aumentar os dividendos regulares somente quando esperam fluxos de caixa suficientes para pagar os dividendos e honrar as necessidades financeiras da firma.

2.1.1.4. DIVIDENDOS MÍNIMOS OBRIGATÓRIOS

Muitos países emergentes, ou em desenvolvimento, utilizam ferramentas regulatórias para mitigar o problema de expropriação de minoritários. Uma das principais é a imposição de dividendos mínimos obrigatórios (La Porta *et al.*, 2000), regulamentação adotada, inclusive, no Brasil. Um dos reflexos da imposição de dividendos mandatórios é a redução do fluxo de caixa livre da empresa, o que reduz o risco de que os recursos da empresa sejam mal administrados. Todavia, essa medida gera também um efeito colateral, que é a racionalização de recursos financeiros. Quando as firmas encontram dificuldades para obter fundos externos, necessários para financiar seus investimentos, as leis de dividendos mínimos obrigatórios podem acabar por penalizar os acionistas, ao invés de protegê-los.

No Brasil, há evidências de que a imposição de dividendos mínimos obrigatórios possui um custo muito alto. Martins (2010) sugere que as restrições financeiras e o alto custo de financiamento externo fazem com que as empresas utilizem mecanismos legais para distribuir proventos em magnitude menor que o previsto em seus estatutos.

Além do aspecto corporativo, mecanismos de proteção aos acionistas e credores afetam também o ambiente institucional e a oferta de crédito de uma economia. O estudo de La Porta *et al.* (1998) constatou que a proteção legal a acionistas minoritários e credores é um determinante significativo do desenvolvimento do sistema financeiro dos países⁵. Assim, dependendo do sistema legal que rege as leis de cada país, e os diferentes graus de proteção que dela decorrem, maior ou menor será o espaço para que recursos sejam extraídos das empresas em prol de seus acionistas controladores. Nestes casos, a distribuição de lucros pode ser uma prática efetiva de proteção aos minoritários.

2.1.2. PECULIARIDADES DO BRASIL

Como visto na seção anterior, a decisão de se distribuir proventos (e quanto distribuir) já é complexa por si só, e um conjunto de estudos teóricos e empíricos surgiu na literatura para tentar explicar as práticas adotadas pelas empresas. No Brasil, essa decisão é ainda mais complicada, pelo fato de a legislação permitir, desde a promulgação da Lei nº 9.249/1995 (BRASIL, 1995), a distribuição de Juros sobre o Capital Próprio (JSCP). Esta forma de

⁵ Os autores observam neste estudo que a origem dos sistemas legais de cada país (*Common Law* ou *Civil Law*) afeta diretamente o desenvolvimento dos sistemas financeiros locais, através de distinções na execução dos contratos, proteção a investidores e credores, entre outros fatores. Países que adotaram o direito comum como base para suas jurisdições tendem a ter maior proteção aos investidores; já aqueles sistemas baseados no direito civil oferecem menor grau de blindagem a seus investidores.

distribuição de lucros é bastante semelhante aos dividendos, porém, por ser tratada contabilmente como uma despesa financeira, o montante distribuído é dedutível da base de cálculo tanto do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) quanto da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Nas empresas tributadas pelo lucro real, isso significa uma desoneração de aproximadamente 34% sobre o montante de juros distribuídos aos acionistas. Como os JSCP são substitutos perfeitos dos dividendos para efeito dos dividendos mínimos obrigatórios vigentes no Brasil, seu uso se torna importante em políticas de maximização da riqueza dos acionistas.

O fato de a distribuição de proventos sob a forma de JSCP ser facultativa, e não mandatória, torna a política de dividendos ainda mais intrigante. Apesar dos notórios benefícios fiscais, este estudo aponta que apenas 58% das empresas que distribuem proventos em dinheiro o fazem, em algum grau, sob a forma de JSCP. Esse comportamento aparentemente destruidor de valor encontra algumas justificativas na literatura, como os custos de se mudar uma política de distribuição e uma possível transitoriedade da legislação tocante aos JSCP, o que poderia inibir seu pagamento. Fato é que 16 anos já se passaram desde a promulgação da Lei nº 9.249/1995, e nenhum sinal de interrupção dessa faculdade de distribuição de proventos às sociedades anônimas surge no ambiente regulatório.

Uma das inovações desse trabalho é abordar essa peculiaridade brasileira sob a ótica dos beneficiários (acionistas), e não dos pagadores (empresas investidas) como é comumente visto. Ver-se-á, no capítulo 3, que a legislação brasileira diferencia as alíquotas de retenção do imposto na fonte de acordo com a natureza jurídica do beneficiário, o que torna a estrutura de propriedade das empresas um determinante potencial para a forma com que as empresas distribuem seus proventos aos acionistas. Nesse sentido, o mercado brasileiro se constitui em um laboratório natural para se estudar a distribuição de proventos em dinheiro por parte das empresas, tanto pelo caráter facultativo dos JSCP, aparentemente único no mundo, quanto pela alta concentração acionária nas empresas, que acaba tornando as decisões dos gestores sujeitas aos anseios dos controladores. Um detalhamento mais aprofundado dessas e de outras questões relevantes do ambiente brasileiro será visto no capítulo 3.

2.1.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Uma enorme gama de evidências empíricas pode ser encontrada sobre política de dividendos. Assim como na seção de teoria, priorizam-se aqui estudos que abordam especificamente a distribuição de proventos em dinheiro, deixando em segundo plano os artigos que tratam de recompra de ações. Boa parte do resumo da literatura diz respeito à

corrente teórica dos custos de transação, especialmente impostos, já que a motivação dessa dissertação é baseada em benefícios fiscais gerados por meio da distribuição de proventos em dinheiro via JSCP.

Muitos estudos que abordam a interrelação entre dividendos e tributação analisam os preços das ações antes e no momento em que passam a ser negociadas *ex-dividendos*, na tentativa de mensurar quanto o mercado valoriza essa forma de distribuição de lucros. Nos EUA, Elton e Gruber (1970) examinaram os movimentos de preços em torno de datas de *ex-dividendos* entre 1966 e 1967. Os autores encontraram que a queda no preço das ações foi, em média, de 77,7% do valor distribuído de dividendos, implicando que 22,3% dos dividendos pagos não eram absorvidos pelo preço das ações. Além disso, foi verificado que a magnitude da queda estava associada ao tamanho do dividendo pago, sugerindo um efeito clientela no mercado americano.

No Brasil, diversos estudos semelhantes ao de Elton e Gruber (1970) foram realizados. Um dos primeiros foi elaborado por Brito e Rietti (1981), testando o efeito clientela no mercado brasileiro no período 1973-1976. Os autores concluíram que, em oposição ao mercado de ações norte-americano, no Brasil não parece haver qualquer associação entre os níveis marginais de tributação dos investidores e as preferências para a retenção ou a distribuição de dividendos. Anos mais tarde, Procianoy e Verdi (2003) constataram que houve no Brasil retornos anormais positivos em torno das datas *ex-dividendos*, entre 1989 e 1993. Os autores fortalecem o argumento de que isso não deveria ocorrer, uma vez que o valor distribuído é deduzido de forma proporcional no preço do ativo. Além de surpreendente, esse efeito parece ser persistente no Brasil, já que Procianoy e Verdi (2009) encontraram resultados semelhantes e elencaram novas evidências de que o efeito clientela não se aplica no mercado brasileiro. Em conjunto, essas evidências apontam que a reação do mercado ao pagamento de dividendos é aparentemente irracional no Brasil, e que, além disso, esses efeitos são parecem desaparecer ao longo do tempo.

Ainda levando em consideração o efeito dos impostos sobre a distribuição de proventos, porém com enfoque diferente, Procianoy e Poli (1993) discutiram a possibilidade de uma política de dividendos que poderia produzir simultaneamente uma transferência líquida de recursos da tributação para os investidores e um incentivo para aumento da liquidez no mercado acionário. Os autores concluíram que as empresas que adotassem as suas políticas sugeridas teriam um aumento substancial nos preços das ações. O efeito clientela foi central para esta nova forma de gerir dividendos, e, nesse caso, a política de dividendos seria

relevante e maximizadora do valor da empresa. Procianoy e Snider (1994) observaram que as alterações na legislação tributária sobre dividendos e ganhos de capital, em 1989, ofereceram uma oportunidade para testar a maximização da riqueza dos acionistas através do pagamento de dividendos. Na época da mudança da legislação, houve uma inversão da carga fiscal: até então os dividendos eram tributados e os ganhos de capital não; a partir de 1990, os ganhos de capital passaram a ser tributados e os dividendos passaram a ser isentos de impostos. Os autores identificaram que, para o período 1987-1988, enquanto os dividendos eram tributados, o índice médio de *payout* de dividendos foi de 25%. Já no período 1990-1992, quando os dividendos passaram a ser isentos de impostos, o índice médio de *payout* foi de 40%. Em resumo, os autores concluíram que, após a alteração da legislação tributária no Brasil, houve um aumento de pagamento de dividendos, mas eles não foram aumentados para o nível de 100%, o que, segundo os autores, seria a taxa ideal. Afirmaram estes também que as empresas que detinham um maior número de acionistas controladores tiveram um aumento mais significativo no índice *payout*, em relação às empresas que possuíam um único acionista controlador. Outras evidências de que a tributação é um dos fatores que determinam a política de dividendos também foram encontradas no estudo de Procianoy (1996).

A identificação de uma política de dividendos que reduz a carga tributária é uma questão interessante. Normalmente, as evidências empíricas costumam ir de encontro à expectativa teórica. Desde Black (1976), esse desencontro entre a alocação ótima (do ponto de vista teórico) e a distribuição de proventos observada ou efetivamente praticada ficou conhecido como “quebra-cabeças”. No Brasil, onde o recebimento de dividendos não é tributado, mas os ganhos de capital sim, Procianoy (2006) questiona por que as empresas recompram ações e por que o *payout* não é maior do que o efetivamente praticado.

Enquanto no Brasil os ganhos de capital são tributados e os dividendos não, nos EUA ocorre fenômeno exatamente oposto. Com o normativo denominado *Job Growth and Taxpayer Relief Reconciliation Act*, que entrou em vigor em 2003, houve uma mudança na legislação que rege os pagamentos de dividendos em dinheiro, reduzindo a alíquota de imposto para pessoas físicas para um máximo de 15%. O estudo de Poterba (2004) estimou que essa mudança na legislação tributária reduziu a receita do governo em cerca de \$23 bilhões em 2004 e mais ainda nos anos seguintes, sugerindo que mudanças nas alíquotas de impostos ocasionam mudanças também nas decisões dos gestores das empresas.

Sobre o conteúdo informacional dos dividendos, a maior dificuldade em se testar empiricamente alguns conceitos teóricos tem sido um empecilho para que estudos surjam em

maior número. Nos EUA, o estudo de Priestley e Garrett (2000) utilizou diversas medidas de lucros não esperados, dividendo permanente e mudança nos dividendos, e os autores constataram que variações nos dividendos proporcionam pouca informação sobre os lucros futuros no curto prazo, mas que no longo prazo essas variáveis apresentam uma relação estatisticamente significativa. Já no Brasil, Procianoy e Verdi (2009) sugeriram que em janelas próximas à divulgação de dividendos não antecipados, houve um aumento anormal no volume de negócios desses ativos, consistente com a hipótese de sinalização⁶. Mais recentemente, Cioffi e Famá (2010), utilizando o modelo de Ohlson para avaliar empresas, encontraram evidências de que os dividendos têm efeito positivo no valor das firmas, porém que este efeito não pode ser atribuído à sinalização de lucratividade futura. De um modo geral, as evidências empíricas acerca das teorias informacionais dos dividendos parecem ser bastante sensíveis ao método e à forma de mensuração desses fenômenos.

Outra gama de evidências empíricas sugere haver uma relação entre dividendos e o valor da firma. Nossa e Nossa (2007) investigaram o desempenho econômico das empresas listadas na Bovespa que distribuíram dividendos ou recompraram suas ações no período 1995-2004. Os autores encontraram evidências de que as empresas que pagaram dividendos tiveram comparativamente maiores retornos positivos em cada ano da amostra, em relação às demais empresas. Em outro estudo, Mota e Eid Jr (2007) analisaram o comportamento do *dividend payout* das empresas listadas na Bovespa entre 2002 e 2005. Das três opções de distribuição (dividendos, JSCP e recompras de ações), eles encontraram evidências de que os dividendos são preferíveis aos JSCP, apesar de a última oferecer a vantagem da dedução fiscal. Além disso, a recompra de ações é geralmente utilizada como um complemento aos dividendos e JSCP, principalmente em função dos seus custos de transação mais elevados e da falta de obrigação legal.

Já Ferreira Jr. *et al.* (2010) investigaram os determinantes da política de dividendos nas empresas brasileiras. Seus resultados indicam que as empresas com melhores oportunidades de crescimento tendem a pagar dividendos menores e as grandes empresas tendem a pagar dividendos maiores, sob a hipótese de que elas enfrentam menos restrições futuras ao crédito bancário. Os autores concluíram que os dividendos são considerados relevantes por parte das empresas brasileiras.

⁶ Neste estudo, definem-se dividendos não antecipados como aqueles definidos em reunião do conselho de administração, cujo acontecimento não é previamente anunciado ao mercado, ao contrário das reuniões ordinárias de acionistas, que devem ser anunciadas com pelo menos oito dias de antecedência. A análise entre esses dois grupos permite diferenciar o efeito dos pagamentos de dividendos já anunciados daqueles “surpresas”.

Em uma *survey* realizada no Brasil, Benetti, Decourt e Terra (2007) documentaram que 62,9% das empresas brasileiras pesquisadas afirmam pagar dividendos, uma parcela maior do que relataram Graham e Harvey (2001), em sua amostra de empresas norte-americanas (53,9%). Mais recentemente, Décourt (2009) aplicou um questionário e obteve retorno de executivos de 65 empresas. Cerca de 91,9% dos respondentes dessa pesquisa acreditam que a política de dividendos afeta o valor da empresa. O autor conclui que, apesar do desejo de criar valor, os executivos nem sempre adotam a política de dividendos que maximiza a riqueza do acionista, e dizem pouco se importar com o planejamento tributário dos seus sócios.

Por fim, no que tange aos dividendos mínimos obrigatórios no Brasil, a *survey* de Décourt (2009) questionou os executivos sobre a forma preferencial de pagamento dos dividendos obrigatórios e qual o motivo desta preferência. Entre os respondentes, 59,68% optaram pelos dividendos e 40,32% pelo JSCP. Dos que optaram por JSCP, a justificativa foi tributária em 100% dos casos. Já a opção pelos dividendos teve como motivação os seguintes fatores, ordenados de forma decrescente em importância: i) planejamento tributário (33% das respostas); ii) falta de benefício tributário dos JSCP (25%) e iii) incapacidade de gerar JSCP suficiente (25%).

2.2. ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Uma vez analisadas as principais correntes teóricas e evidências empíricas relativas à distribuição de proventos, parte-se agora para a análise da estrutura de propriedade. Esta representa um componente importante dos custos de agência tanto entre acionistas e executivos quando entre acionistas majoritários e minoritários. Além disso, a estrutura de propriedade exerce grande influência sobre as decisões financeiras tomadas pelas firmas. Tanto isso é verdade que um dos grandes problemas de governança corporativa apontados na literatura é a disparidade entre o poder econômico e o poder de voto dos acionistas controladores (IBGC, 2009). Quando ocorrem divergências entre as participações nas decisões (controle) *vis-à-vis* participações nos fluxos de caixa (resultado econômico), as decisões tomadas pela empresa podem não resultar em máxima riqueza para seus acionistas, mas sim em resultados favoráveis tão somente a seus controladores.

Além da teoria adjacente ao tema estrutura de propriedade, exposta na subseção seguinte, são evidenciadas também as peculiaridades da estrutura de propriedade no Brasil, especialmente no que se refere à concentração acionária e seus potenciais efeitos sobre as

empresas. Após, são expostas algumas das principais evidências sobre a estrutura de propriedade e sua inter-relação com a política de dividendos.

2.2.1. TEORIA

A presença de acionistas controladores exerce influência sobre as decisões da firma, seja porque eles são os próprios executivos, seja porque indicam os gestores ou participam ativamente do processo decisório (La Porta *et al.*, 2000). Além disso, mesmo entre os acionistas de uma mesma empresa pode haver interesses conflitantes, o que é conhecido na literatura como problema de agência entre acionistas majoritários e minoritários (Faccio *et al.*, 2001; Truong e Heaney, 2007).

Na literatura, apontam-se efeitos tanto positivos quanto negativos para a presença de um grupo de controle nas empresas. O principal efeito positivo é o chamado efeito-incentivo. Segundo esse argumento, por terem muitos recursos investidos na empresa, os grandes acionistas teriam mais interesse em coletar informações e monitorar os gestores (Claessens *et al.*, 2002). Desta maneira, eles reduziriam ou mitigariam o problema de agência existente entre proprietários e gestores.

Um segundo efeito da concentração acionária é o chamado efeito-entrenchamento. Segundo Doidge (2004), este problema ocorre quando os acionistas controladores, em função de sua posição no processo decisório da empresa, passam a perseguir interesses próprios, em detrimento dos demais acionistas. Desta forma, a concentração acionária pode representar um potencial problema de agência entre acionistas majoritários e minoritários nas empresas.

Percebe-se, pelos dois efeitos citados acima, que a estrutura de propriedade das empresas pode afetar o comportamento dos gestores, e, por conseguinte, as decisões sobre política de dividendos. Um canal de extração de maiores benefícios privados do controle é a própria distribuição de dividendos: visando auferir um retorno maior, os acionistas majoritários podem preferir menores pagamentos de dividendos, reduzindo o fluxo de caixa dos minoritários e auferindo ganhos através de mecanismos distintos de transferência de recursos, como transações com partes relacionadas, pagamento a executivos, entre outros.

2.2.2. PECULIARIDADES DO BRASIL

O Brasil, assim como grande parte dos países cujo sistema legal descende do direito civil francês, possui como característica fundamental de estrutura de propriedade a concentração acionária (La Porta *et al.*, 2000). Em termos comparativos, o mercado brasileiro se assemelha mais aos mercados do Japão e da Europa Continental, e menos aos mercados

dos EUA e do Reino Unido (Canellas e Leal, 2009). Apesar disso, a concentração acionária vem se modificando ao longo do tempo. Na última década, o país enfrentou uma onda de reestruturações societárias, provocadas pelas privatizações e pela entrada de novos sócios nas empresas do setor privado, notoriamente investidores estrangeiros e investidores institucionais (Silva, 2004).

Uma mudança importante na legislação societária no ambiente societário brasileiro ocorreu quando da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, conhecida também como a nova Lei das Sociedades Anônimas. Até então, a legislação permitia que as empresas emitissem até 2/3 do capital total sob a forma de ações sem direito a voto (preferenciais). No limite, uma empresa poderia exercer controle majoritário com apenas 16,67% do capital total, o que ensejava práticas de gestão desalinhadas em termos de risco e retorno do capital da empresa. A partir da referida lei, a proporção de ações ordinárias e preferenciais passou de dois terços para 50%, porém somente para as novas companhias abertas⁷. O estudo de Canellas e Leal (2009) sugere que as empresas que abriram seu capital após o ano de 2001 apresentam maior dispersão na estrutura de controle.

Apesar das recentes transformações, que incluem também a onda de abertura de capital verificada entre 2004 e 2007, os dados do presente estudo não sugerem estar havendo uma desconcentração acionária no Brasil. Entre 1997 e 2008, o percentual médio do capital total mantido pelo maior acionista das empresas constantes da amostra foi de 48,0%. Entre 2004 e 2008, essa concentração foi de 50,0%. Resultados semelhantes foram encontrados no que se refere à soma do capital em poder dos dois maiores acionistas individuais: 59,0% entre 1997 e 2008, e 60,5% entre 2004 e 2008. É importante salientar que esses resultados divergem dos encontrados por Canellas e Leal (2009), que argumentam estar havendo um movimento de desconcentração acionária no Brasil. Todavia, há de se considerar que o estudo destes autores abrangeu um período de tempo menor, de 2004 a 2006, o que enseja cautela nas comparações.

No Brasil, como uma das consequências da concentração acionária, o próprio conceito de governança corporativa ganha um conotação peculiar. Dois dos modernos conceitos de governança corporativa são apresentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e

⁷ Apenas como informação, os resultados do presente estudo sugerem que os desvios de direito entre o capital votante e o fluxo de caixa total tem se reduzido. Entre 1997 e 2008, a razão capital votante sobre capital total foi de 1,51; entre 2004 e 2008, foi de 1,47. Este efeito pode ser atribuído em grande parte à Lei nº 10.303/2001, que alterou a proporção de ações ordinárias e preferenciais de dois terços para 50% para as novas companhias de capital aberto.

pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que acabaram por criar os códigos de práticas de governança corporativa brasileiras. No conceito adotado pela CVM, governança corporativa é o conjunto de práticas que tem como finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger o interesse de todas as partes, tais como empregados, credores e investidores, facilitando, assim, o acesso ao capital (CVM, 2002). Já conforme o IBGC, governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são monitoradas, englobando o relacionamento entre acionistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal (IBGC, 2009).

2.2.3. EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Um dos estudos mais importantes publicados na última década sobre dividendos e governança corporativa foi o de La Porta *et al.* (2000). Analisando dados de empresas de 33 países, em séries *cross section*, os autores encontraram evidências de que firmas que operam em países com melhor proteção aos acionistas minoritários pagam mais dividendos, medidos pelas razões dividendo/fluxo de caixa, dividendo/lucro (*dividend payout*) e dividendo/vendas. Os autores concluem, ainda, que nos países com maior eficiência da governança corporativa na proteção aos acionistas os dividendos são menores para as empresas de rápido crescimento, o que é condizente com a teoria do custo de oportunidade dos investimentos. Por outro lado, empresas sediadas em países com baixa proteção legal pagam pouco dividendo, independentemente do custo de oportunidade do capital distribuído. Esses resultados corroboram com a hipótese consequência (*outcome hypothesis*), a qual preconiza que os acionistas minoritários utilizam seus maiores poderes para extrair das empresas montantes maiores de dividendos.

No Brasil, o estudo de Silva (2004) encontrou evidências de que empresas com grande separação entre direitos de voto e fluxo de caixa em posse do controlador, medida pelo capital votante em relação ao capital total, apresentam baixo *dividend payout*. Outro resultado encontrado foi que empresas com controle familiar tendem a apresentar menor *payout* quando comparadas com aquelas com controle do governo, de estrangeiros ou de investidores institucionais. Segundo o autor, são as empresas estatais que tendem a apresentar os maiores *payouts*. Além disso, os resultados sugerem que há uma relação inversa entre concentração de controle e valor de mercado, medido pelo Q de Tobin°

Silveira e Bellato (2006), em análise no mercado brasileiro no período de 1998 a 2003, testaram a relação entre o excesso de poder de voto em posse dos acionistas controladores e a política de distribuição de dividendos das companhias abertas brasileiras. Aplicando

estimações por mínimos quadrados ordinários (MQO), os autores obtiveram resultados que indicam que uma maior participação de poder de voto dos controladores tende a resultar em uma política de dividendos menos favorável para os acionistas, com menor índice *payout* e menor taxa de *dividend yield*. Após verificarem a inconsistência dos estimadores de MQO para os dados em questão, os autores utilizaram procedimentos de efeitos aleatórios e efeitos fixos, porém o sinal dos coeficientes e a significância estatística permaneceram os mesmos.

2.3. CONTEXTO BRASILEIRO

Além das características peculiares de estrutura de propriedade e distribuição de dividendos, o ambiente institucional para as empresas no Brasil é bastante singular também no que se refere à incidência de impostos. Uma reportagem do jornal Valor Econômico de 14 de junho de 2011 revela que os gastos das 200 maiores empresas brasileiras de capital aberto com auditorias e consultorias externas aumentou 33% em 2010. Grande parte desses gastos provém de assessorias e consultorias tributárias prestadas às empresas, decorrentes diretamente da complexidade e da onerosidade da carga tributária brasileira. Isso demonstra a necessidade das empresas em adquirir consultorias e pareceres independentes de forma a fomentar suas decisões estratégicas, na busca de redução de custos e aumento de lucratividade.

Nesta seção, analisa-se a introdução dos JSCP como uma forma de remuneração do capital que produz benefícios fiscais importantes no âmbito da empresa e de seus acionistas. Será visto também como o valor da firma e, conseqüentemente, a riqueza dos acionistas, são maximizados na presença de JSCP. Após, são elucidadas de forma breve as formas de tributação da renda das empresas, pois estas influenciam a questão fiscal dos JSCP. Por fim, são discriminadas e analisadas dentro da legislação fiscal e societária brasileira as alíquotas de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF) para as principais formas jurídicas de acionistas, de forma a elucidar os potenciais conflitos de interesses e fomentar a elaboração das variáveis de estrutura de propriedade no modelo empírico.

2.3.1. JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO

Como consequência do processo inflacionário brasileiro da década de 1980 e início da seguinte, instituiu-se no Brasil a correção monetária do balanço contábil, que visava preservar o valor contábil dos bens, direitos e obrigações dos sócios, proprietários ou acionistas (Santos, 2007). A correção monetária se traduzia em uma forma prática de contornar a deterioração da moeda e de tornar comparáveis demonstrações contábeis em diferentes períodos de tempo.

Porém, com o advento do Plano Real e o conseqüente arrefecimento da inflação, a correção monetária dos balanços foi extinta, mais precisamente na data de 31/12/1995.

Com a extinção da correção monetária, entrou em vigor, a partir de 1º de janeiro de 1996, a Lei nº 9.249/1995 (Brasil, 1995), que introduziu o conceito de Juros Sobre o Capital Próprio⁸ (doravante designado JSCP). Esta legislação, em seu artigo 9º, §7º, permitiu às empresas imputar os juros pagos a título de remuneração do capital próprio ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei nº 6.404/1976, também conhecida por “Lei das Sociedades por Ações”. A íntegra dessa regulamentação é exposta no Anexo I do presente trabalho.

A partir do ano seguinte, 1997, o valor total dos juros pagos como remuneração do capital próprio passou a ser limitado a um máximo de duas vezes os lucros computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros. Esta alteração obedeceu ao disposto no art. 79 da Lei nº 9.430/1996 (Brasil, 1996).

Como síntese, a instituição dos JSCP representou um incentivo fiscal para o capital próprio, além do já existente benefício fiscal da dívida. Este, por sinal, é amplamente utilizado em outras partes do mundo; já o mecanismo de JSCP, mesmo com o esforço empregado na pesquisa de legislações semelhantes, parece ser uma exclusividade do Brasil, o que torna o ambiente interno de política de dividendos ainda mais complexo e peculiar.

Quanto à interpretação jurídica, Neves (2007) argumenta que os JSCP, apesar de receberem o nome de “juros”, se assemelham mais aos dividendos do que aos juros propriamente ditos. A própria CVM, em sua deliberação nº 207/96 (CVM, 1996), argumenta que, no conceito de lucro da lei societária, a distribuição de remuneração do capital próprio configura distribuição de resultado e não despesa. Indo além, o órgão regulador afirma que se esses juros não forem tratados como distribuição de resultado, restar-se-á prejudicada a comparabilidade entre os resultados das companhias abertas e poderão ser provocados reflexos em todas as participações e destinações calculadas com base no lucro societário.

2.3.2. MAXIMIZAÇÃO DO VALOR DA FIRMA NA PRESENÇA DE JSCP

Até agora, foram evidenciados aspectos teóricos e empíricos de política de distribuição de proventos, estrutura de propriedade e o caso particular brasileiro. Esta seção avança a análise ao apresentar uma análise do valor da firma na presença de JSCP, de acordo com o

modelo de Ness Jr e Zani (2001), que adaptou o modelo de Miller (1977) ao caso brasileiro. A ideia é colocar de forma objetiva o impacto dos JSCP sobre o valor da firma.

Miller (1977) estendeu os modelos teóricos das clássicas proposições de Modigliani e Miller (1961, 1963), agregando os efeitos tributários ao rendimento dos investimentos da pessoa física. O autor chegou à conclusão que, no caso de a alíquota efetiva de imposto sobre dividendos recebidos por pessoas físicas (TS) conjugada à alíquota incidente sobre os ativos financeiros (TB) for igual ou superior à alíquota de imposto de renda da pessoa jurídica (TC), não haveria ganho pelo uso de capital de terceiros. Entretanto, quando a alíquota conjunta de imposto de renda da pessoa física (TS e TB) fosse inferior à da pessoa jurídica, permaneceria a vantagem fiscal do endividamento.

O modelo de Miller (1977) sugere que o valor da firma na presença de tributação sobre as pessoas física e jurídica, além de alíquota sobre os rendimentos dos ativos de renda fixa, seja descrito pela seguinte equação:

$$VL = VU + \left[1 - \frac{(1 - TC)(1 - TS)}{(1 - TB)} \right] B \quad (1)$$

Sendo:

VL = Valor de mercado da empresa alavancada;

VU = Valor de mercado da empresa não alavancada;

TC = Alíquota de imposto sobre pessoas jurídicas (PJs);

TS = Alíquota de imposto sobre pessoas físicas (PFs);

TB = Alíquota de imposto sobre rendimento dos títulos de renda fixa;

B = Valor de mercado da dívida.

Conclui-se, de (1), que o valor da empresa aumenta sempre que a tributação dos juros da pessoa física for inferior ao efeito combinado da tributação na pessoa jurídica e do acionista na distribuição de dividendos. Nesse caso, o endividamento traria benefícios em termos de riqueza para os acionistas.

No Brasil, em estudo comparando os benefícios tributários da distribuição de JSCP aos da dívida, Ness Junior e Zani (2001) incorporaram a dedutibilidade dos JSCP ao modelo de Miller (1977), adequando a precificação teórica das firmas à nova realidade brasileira. Fica

⁸ Embora a referida Lei não explicita o termo “Juros Sobre o Capital Próprio”, o documento já evidencia que os juros tratam de remuneração do capital dos acionistas. O termo como é descrito foi utilizado pelos legisladores primeiramente na Lei nº 9.430, Art. 78, que retificou os limites de distribuição das empresas.

implícita a ideia de que a possibilidade de as empresas obterem benefícios fiscais via JSCP altera a propensão das firmas a se endividarem.

Baseando-se nas alíquotas de distribuição de JSCP e nos seus critérios de dedutibilidade, os autores propuseram o seguinte modelo de determinação do valor da firma, assumindo uma empresa sem dívida:

$$VU = \frac{LAJIR(1-TC)}{ro} + \left(PL \frac{TJLP}{ro} \right) (TC - TS^*) \quad (2)$$

Com a presença de dívida, o valor de mercado da empresa pode ser descrito por:

$$VL = \left\{ VU + \left(PL \frac{TJLP}{ro} \right) (TC - TS^*) + \left[\left(1 - \frac{(1-TC)/(1-TS)}{(1-TB)} \right) \right] B \right\} \quad (3)$$

Onde:

VU = Valor de mercado da firma sem dívida;

LAJIR = Lucro antes dos juros e provisão para o Imposto de Renda, também conhecido por EBIT, na sigla inglesa;

TC = Alíquota de imposto da pessoa jurídica;

TS = Alíquota de imposto de renda sobre dividendos;

TB = Alíquota de imposto sobre rendimento dos títulos de renda fixa;

B = Valor de mercado da dívida;

ro = Custo de capital de uma empresa sem dívidas;

TS* = Alíquota de Imposto de renda da pessoa física sobre JSCP;

PL(TJLP) = JSCP = Juros sobre o capital próprio, calculado da seguinte forma:

$$JSCP = PL(TJLP) \leq 0,5(LAJSCPIR) \quad (4)$$

Sendo que:

PL = Patrimônio líquido ajustado do início do período;

TJLP = Taxa de juros de longo prazo;

LAJSCPIR = Lucro antes dos JSCP e do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ).

Os autores demonstram, através de exemplos hipotéticos, que o lançamento de JSCP agrega valor à empresa, mas, ainda, dentro de determinadas premissas, de magnitude insuficiente para eliminar totalmente o benefício gerado pelo uso de dívida. É por essa razão que as empresas vêem os JSCP como uma prática complementar de planejamento tributário, e não como um substituto aos benefícios fiscais da dívida.

Há de se atentar, contudo, que as condições de dedutibilidade dos JSCP são dependentes da existência de lucros ou então de reserva de lucros ou lucros acumulados, não se podendo, portanto, generalizar a potencialidade dos benefícios dos JSCP para todas as empresas, sem antes analisar as suas contas do Patrimônio Líquido.

Percebe-se, da aplicação do modelo de Ness Junior e Zani (2001), que, *ceteris paribus*, a maximização do valor da firma ocorre quando TS^* é maximizado, sujeito, obviamente, às restrições do montante total de distribuição impostas pela legislação vigente. O estudo não contempla, entretanto, a possibilidade de as empresas distribuírem JSCP mesmo sem gerar lucros antes do pagamento de JSCP no ano corrente, o que é efetivamente permitido pela legislação quando há saldo positivo na soma das contas Reservas de Lucros e Lucros Acumulados, pertencentes ao Patrimônio Líquido. Além disso, o Patrimônio Líquido utilizado deve ser deduzido das contas de Reserva de Reavaliação (RR). Logo, expandindo-se o modelo de Ness Junior e Zani (2001), tem-se que o valor da firma é maximizado com a seguinte função objetivo:

$$Max \left[\left((PL - RR) \frac{TJLP}{ro} \right) (TC - TS^*) \right] \quad (5)$$

Como restrições para o montante de distribuição, além do valor contábil do patrimônio líquido e da TJLP pró-rata do período, o montante distribuído não pode exceder o limite imposto pela legislação, explícito no lado direito das seguintes inequações:

$$(PL - RR)TJLP \leq 0,5(LAJSCPIR) \quad (6)$$

$$(PL - RR)TJLP \leq 0,5(RES_LUCROS + LUCROS_ACUM) \quad (7)$$

Como $(TC - TS^*)$ é dado pela legislação tributária, a empresa tem controle apenas sobre $\left((PL - RR) \frac{TJLP}{ro} \right)$. Mesmo assim, como a TJLP é definida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e ro não se altera com a distribuição de JSCP ao invés de dividendos, a única variável que a empresa controla, mesmo que indiretamente, é $PL - RR$. Quanto maior for o $PL - RR$ da empresa, dada uma certa TJLP, maior é $JSCP^*$, descrito aqui como a alocação máxima de JSCP que uma empresa pode efetivar, ou JSCP potencial. Conforme (7), $JSCP^*$, ou JSCP potencial, está limitado ao que for maior entre 50% do lucro antes dos juros sobre capital próprio (LAJSCPIR) e 50% da soma das subcontas do PL reserva de lucros e lucros acumulados ($RES_LUCROS + LUCROS_ACUM$). Essa variável é utilizada nos modelos empíricos do presente trabalho como uma medida de quanto a empresa poderia estar

distribuindo de JSCP, uma espécie de potencial de distribuição, para ser comparada ao montante que a empresa efetivamente distribuiu. Os resultados são demonstrados no capítulo 5.

3. CARACTERÍSTICAS DA LEGISLAÇÃO FISCAL E SOCIETÁRIA BRASILEIRA

Até agora, foram expostos os principais aspectos teóricos e empíricos do ambiente brasileiro no tocante à distribuição de proventos, estrutura de propriedade e JSCP. Antes de prosseguir para os aspectos metodológicos, entretanto, este capítulo destaca algumas peculiaridades e especificidades relativas à tributação e à natureza jurídica dos acionistas (beneficiários). Após essas análises, são criados exemplos numéricos para quantificar a economia (deseconomia) tributária global auferida por investidores expostos a alíquotas diferenciadas de imposto.

3.1. FORMAS CONTÁBEIS DE APURAÇÃO DO LUCRO

Contabilmente, as empresas possuem diversas formas de apuração de sua renda, o que influencia diretamente na base de cálculo e, conseqüentemente, no valor do pagamento de IRPJ. Canado e Carmo (2009) cita quatro formas de apuração distintas: i) lucro real, anual ou trimestral; ii) lucro presumido; iii) lucro arbitrado; e iv) SIMPLES. Basicamente, o tamanho da receita (faturamento) é que determina o método de apuração do lucro pelas empresas. Como as sociedades por ações não podem optar pelo SIMPLES, esta forma de apuração da base de cálculo para impostos não será comentada neste trabalho.

3.1.1. LUCRO REAL

Pelo lucro real, a apuração da base de cálculo para o IRPJ é determinada pelo confronto entre as receitas e as despesas passíveis de dedução pela receita vigente, durante um determinado período. Entre as empresas brasileiras de capital aberto, a grande maioria é obrigada a declarar seus rendimentos e pagar o IRPJ de acordo com o lucro real, exatamente pelo faturamento anual exceder R\$48 milhões.

Segundo o art. 14 da Lei nº 9.718/1998, são obrigadas a apurar a base de cálculo para o lucro real:

- i) Com receita total anual acima de R\$48 milhões;
- ii) Com atividades de bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, caixas econômicas, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades corretoras de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidoras de títulos e valores mobiliários, empresas de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito,

empresas de seguros privados e de capitalização e entidades de previdência privada aberta;

- iii) Com rendimentos, lucros ou ganhos de capital advindos do exterior;
- iv) Usufrutárias, nos termos legais, de benefícios fiscais relativos à isenção ou redução do imposto;
- v) Que efetuem pagamento mensal pelo regime de estimativa (art. 2º da Lei nº 9.430/96);
- vi) Que explorem as atividades de prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção e riscos, administração de contas a pagar e a receber, compras de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (*factoring*).

Além dos critérios de obrigatoriedade elucidados acima, a apuração da base de cálculo sob a forma do lucro real envolve também a periodicidade. As empresas podem optar pela apuração trimestral ou anual, o que interfere no valor total a ser pago de imposto. Pela apuração trimestral, que ocorre ao final dos meses de março, junho, setembro e dezembro de cada ano-calendário, apesar de operacionalmente muito parecida, há uma desvantagem evidente: as empresas poderão abater, em caso de prejuízos fiscais em trimestres passados, apenas 30% do lucro tributável do trimestre corrente (HIGUCHI *et al.*, 2011). Como exemplo, pode-se imaginar uma empresa registrou prejuízo fiscal de R\$500 mil no primeiro trimestre do ano, e no segundo trimestre registrou lucro fiscal de R\$500 mil. Pela forma trimestral de apuração do lucro real, apenas R\$150 mil poderiam ser deduzidos da base de cálculo para o imposto (30% x R\$500 mil). Pelo lucro real anualizado, esse tipo de discrepância dos resultados dentro de um mesmo ano não impacta os possíveis geradores de dedutibilidade dos impostos das empresas.

Canado e Carmo (2009) observam que, na apuração do lucro real anual, as empresas estão obrigadas a pagar IR mensal por estimativa. Este procedimento pode ser implementado sob duas formas distintas: i) percentual sobre a receita bruta, variando alíquotas conforme a atividade (8% é a alíquota geral, via de regra); ii) levantamento do lucro real parcial, a cada mês, mediante balanços ou balancetes de suspensão e redução do imposto.

3.1.2. LUCRO PRESUMIDO

Uma forma simplificada de apurar a renda que serve como base para a determinação do imposto de renda ocorre através do chamado lucro presumido. Como o próprio nome diz, a

empresa assume ou presume sua lucratividade e assim determina a base de cálculo para apuração do IRPJ. Essa presunção, segundo Canado e Carmo (2009), se opera aplicando-se um percentual, definido em lei, sobre a receita bruta da empresa. Somente as pessoas jurídicas cuja receita bruta no ano-calendário anterior tenha sido igual ou menor que R\$48 milhões, segundo o art. 13 da Lei nº 9.718/1998 (com redação dada pela Lei nº 10.637/2002), podem optar pelo lucro presumido. Também não podem optar pelo lucro presumido as empresas: i) do sistema financeiro; ii) com rendimentos oriundos do exterior; iii) isentas; iv) *factorings*; v) todas as outras listadas anteriormente como obrigadas a elaborar suas demonstrações com base no lucro real.

3.2. REGIMES DE INCIDÊNCIA DE PIS E COFINS

Na introdução deste trabalho, os JSCP foram apontados como substitutos perfeitos aos dividendos, pelo menos no que se refere aos dividendos mínimos obrigatórios. Analisando a questão sob um enfoque tributarista amplo, englobando a incidência tributária sobre os acionistas pessoas jurídicas, percebe-se que há diferenças significativas entre o recebimento de proventos via dividendos ou JSCP. A Secretaria da Receita Federal, através da IN nº 11/1996, assim define a classificação dos JSCP para o beneficiário sujeito ao regime de tributação baseado no lucro real:

§ 4º Os juros a que se refere este artigo, inclusive quando exercida a opção de que trata o §1º ou quando imputados aos dividendos, auferidos por beneficiário pessoa jurídica submetida ao regime de tributação com base no:

a) lucro real, serão registrados em conta de receita financeira e integrarão lucro real e a base de cálculo da contribuição social sobre o lucro.

Receita Federal, IN nº11/1996.

Já a Lei 9.249/1995, em seu art. 10º, argue que os lucros ou dividendos gerados e distribuídos a partir do mês de janeiro de 1996 não ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte, nem integrarão base de cálculo do imposto de renda do beneficiário, pessoa física ou jurídica, domiciliada no País ou no exterior. Em outras palavras, os rendimentos recebidos via dividendos são isentos de tributação no nível do recebedor, o que também vale para a CSLL. Para completar, por força da Lei nº 9.718/98, art. 2º e 3º, a remuneração auferida a título de dividendos não integra a base de cálculo para tributação das contribuições para o Programa de Integração Social (PIS) e a própria Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (COFINS), ao contrário do que ocorre com os JSCP. Percebe-se, pois, que

os dividendos possuem vantagens fiscais importantes no nível do beneficiário, quando este é uma pessoa jurídica.

De acordo com Rossetti *et al.* (2008), inicialmente, as contribuições COFINS e PIS incidiam apenas sobre o faturamento das pessoas jurídicas, considerado como tal a receita bruta das vendas de mercadorias e de serviços de qualquer natureza, em conformidade com o disposto na redação original do art. 195 da Constituição Federal de 1998. A partir de 1999, por força dos dispositivos da Lei nº 9.718/1998, as contribuições PIS e COFINS passaram a alcançar também as demais receitas auferidas pelas pessoas jurídicas, dispositivo incorporado à Constituição Federal através da Emenda Constitucional nº 20/1998.

Ora, se o fato gerador da PIS e da COFINS é o faturamento, a grande questão é considerar ou não os JSCP como um componente do faturamento da empresa que recebe proventos em dinheiro. E essa questão é ainda bastante controversa na literatura. Pelas Leis nº 10.637/2002 e nº 10.833/2003, a contribuição ao PIS e a COFINS tem como fato gerador o “faturamento mensal”, entendido como “o total das receitas auferidas pela pessoa jurídica, independentemente de sua denominação ou classificação contábil”. Com isso, o termo faturamento, nestas novas leis, equipara-se ao termo receita total, por estipulação legal de significado⁹.

Além da questão da abrangência, há que se considerar que a tributação de PIS e a COFINS sobre JSCP ocorre em alíquotas que variam conforme o regime de incidência, se cumulativo ou não cumulativo. Nas seções 3.2.1 e 3.2.2 são resumidas de maneira breve as diferenças tributárias relativas a cada regime de tributação.

3.2.1. REGIME CUMULATIVO

Conforme Rossetti *et al.* (2008), na modalidade de regime cumulativo, as bases de cálculo do PIS e da COFINS são o total das receitas da pessoa jurídica, sem deduções em relação a custos, despesas e encargos. A alíquota conjunta de incidência nessa modalidade totaliza 3,65%, sendo a soma das alíquotas do PIS (0,65%) e da COFINS (3,00%). De

⁹ Conforme noticiado no sítio www.sindifisconacional.org.br, somente o maior banco privado do país recolheu aos cofres públicos, no mês de dezembro de 2009, um total de R\$1 bilhão a títulos de PIS e COFINS, contribuindo para o então recorde de arrecadação em um mês, R\$73,8 bilhões. Na justiça, os bancos discutem a incidência desses tributos sobre receitas não operacionais, argumentando que devem ser aplicados somente à prestação mais convencional de serviços, como cobrança de tarifas sobre emissão de cheques e manutenção de contas-corrente. Segundo a notícia, ainda, muitos bancos vêm depositando em juízo as contribuições sobre a receita de intermediações financeiras, na expectativa de que o judiciário acolha seus pedidos.

maneira geral, as empresas que apuram o IRPJ com base no lucro presumido ou arbitrado estão sujeitos à incidência cumulativa.

As pessoas jurídicas enquadradas no regime cumulativo, embora não estejam abrangidas pelo Decreto nº 5.442/2005, podem questionar a incidência das contribuições sobre outras receitas não provenientes da venda de bens ou serviços. O Supremo Tribunal Federal (STF), em manifestação recente¹⁰, julgou inconstitucional o 1º do art. 3º da Lei nº 9.718/1998, que ampliou o conceito de receita bruta para envolver a totalidade das receitas auferidas por pessoas jurídicas, independentemente da atividade por elas desenvolvida e da classificação contábil adotada. Consoante esta decisão, os JSCP não entrariam na base de cálculo do PIS e da COFINS. Todavia, esse benefício foi concedido apenas para a parte reclamante, não abrangendo as empresas que não reivindicaram judicialmente a isenção desses tributos.

3.2.2. REGIME NÃO CUMULATIVO

Na modalidade de regime não cumulativo, conforme Rossetti *et al.* (2008), é permitido deduzir da base de cálculo do PIS e da COFINS créditos apurados com base em custos, despesas e encargos da pessoa jurídica. Nesse regime, alíquota conjunta de PIS e COFINS é de 9,25%, o que representa a soma das alíquotas do PIS (1,65%) e da COFINS (7,6%).

Como regra geral, afirmam Rossetti *et al.* (2008), a modalidade não-cumulativa do PIS e da COFINS é aplicável às pessoas jurídicas tributadas pelo lucro real, exceto algumas exceções definidas pela legislação: i) instituições financeiras; ii) cooperativas de crédito; iii) pessoas jurídicas que tenham por objeto a securitização de créditos imobiliários e financeiros; iv) operadoras de planos de assistência à saúde; v) empresas particulares que exploram serviços de vigilância e de transporte de valores; vi) sociedades cooperativas (exceto as sociedades cooperativas de produção agropecuária e as sociedades cooperativas de consumo). Para essas pessoas jurídicas, há regimes especiais de tributação de PIS e COFINS, os quais possuem singularidades importantes.

No que se refere especificamente aos JSCP, a contribuição ao PIS e a COFINS devida pelas pessoas jurídicas enquadradas no regime não cumulativo e sujeitas, portanto, às Leis nº 10.637/2002 e nº 10.833/2003, não abrange as receitas financeiras, conforme dispõe o art. 1

¹⁰ Recurso Extraordinário nº 346084/PR, de 09/11/2005.

de ambas as leis. A única exceção, entretanto, continua sendo os JSCP, cujos rendimentos devem compor base de cálculo para o PIS e a COFINS¹¹.

3.3. DIFERENÇAS TRIBUTÁRIAS CONFORME A NATUREZA JURÍDICA DO RECEBEDOR

3.3.1. PESSOA FÍSICA

Quando o beneficiário dos JSCP é pessoa física, a tributação é definitiva e ocorre na data do crédito, sujeita à alíquota base de 15% (Lei nº 9.249/1995, Art. 9º). Neste caso, o ganho fiscal da empresa é maior que o acréscimo de IR que o beneficiário pagará – logo é vantajoso, do ponto de vista tributário, que a empresa pague seus proventos sob a forma de JSCP, e não dividendos. Isto ocorre independentemente de a empresa pagadora (investida) ser tributada no IRPJ em 15% ou 25% (Brito, 1999).

Uma questão interessante é que apesar da distribuição de JSCP proporcionar um aumento de riqueza para o acionista pessoa física em qualquer situação (Brito, 1999), a maior parte (76,67%) dos executivos questionados no trabalho de Décourt (2009) acredita que a melhor alternativa de distribuição de lucro para acionistas pessoa física é dividendos. Apenas uma minoria (21,67%) dos respondentes desta pesquisa acredita que a melhor forma de distribuir lucros a pessoas físicas é via JSCP.

A Tabela 1 expõe uma situação hipotética onde uma empresa com lucro antes dos juros sobre capital próprio da ordem de R\$100 milhões opta por distribuir 20% de seu lucro sob a forma de dividendos (coluna A) ou JSCP (coluna B). O acionista recebedor é pessoa física (PF), sujeito à tributação definitiva na fonte. Demonstra-se que há economia tributária para as empresas, estejam elas sujeitas ao adicional de IRPJ ou não, ao optar por remunerar os sócios ou acionistas pessoas físicas através de JSCP, em substituição aos dividendos. Como a simulação calcula um fluxo de caixa líquido ao acionista fixo (R\$20 milhões) tanto na distribuição de dividendos quanto na de JSCP, constata-se que há uma redução na carga tributária global que se traduz em criação de valor ao acionista, que possuirá um ativo de maior valor.

O exemplo mostra numericamente que a opção de se distribuir lucros via JSCP proporciona uma economia tributária global da ordem de 19%, que corresponde a R\$3,8

¹¹ Até a entrada em vigor do Decreto nº 5.442/2005, as receitas oriundas de operações de *hedge* também estavam sujeitas à tributação de PIS e COFINS. Entretanto, desde janeiro de 2006, as únicas receitas financeiras nas quais não se aplica a isenção dessas contribuições são os JSCP.

milhões no exemplo em questão. Este é o valor que deixa de ser arrecadado pelo governo e que passa a ser apropriado pela empresa e seus acionistas, supondo que sejam todos pessoas físicas. Esse montante é justamente a soma das alíquotas de IRRPJ e CSLL (aproximadamente 34% para as empresas tributadas pelo lucro real), que deixa de ser arrecada, menos a retenção de IRPF na fonte (15%), que é o ônus incidente sobre o beneficiário PF. Percebe-se que essa vantagem fiscal é proporcional ao valor desembolsado a título de JSCP, logo, para *payouts* mais elevados, maior ainda será a economia fiscal da empresa.

Tabela 1: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Física (PF)

| A) Alíquotas incidentes sobre o montante distribuído de proventos | | | | |
|--|--------------------------|---------------|--------------------------|---------------|
| Dividendos | | | | 0% |
| JSCP (retido na fonte) | | | | 15% |
| B) Natureza jurídica do beneficiário e alíquotas incidentes sobre o grupo | | | PESSOA FÍSICA | |
| CSLL | | | | 9% |
| IR | | | | 15% |
| IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) | | | | 10% |
| PIS / COFINS | | | | 9.25% |
| C) Demonstrativo de resultado (R\$ mil) | | | | |
| | DIVIDENDOS | | JSCP | |
| | Investida (A) | PF (B) | Investida (A) | PF (B) |
| Lucro antes dos JSCP | 100,000 | - | 100,000 | - |
| (-) JSCP (Despesa financeira) | - | - | -20,000 | - |
| (+) JSCP (Receita financeira) | - | - | - | 20,000 |
| Lucro antes da CSLL e do IRPJ | 100,000 | - | 80,000 | - |
| (-) CSLL (a) | -9,000 | - | -7,200 | - |
| (-) IRPJ (b) | -15,000 | - | -12,000 | - |
| (-) IRPJ adicional (c) | -9,976 | - | -7,976 | - |
| (-) PIS/COFINS sobre os JSCP (d) | - | - | - | - |
| (=) Lucro líquido do exercício | 66,024 | - | 52,824 | - |
| D) Fluxo de caixa líquido do acionista | | | | |
| | Pessoa Física (B) | | Pessoa Física (B) | |
| (+) Dividendos | | 20,000 | | 0 |
| (+) JSCP | | 0 | | 17,000 |
| (=) Fluxo de caixa líquido total do acionista | | 20,000 | | 17,000 |
| E) Análise da carga tributária global | | | | |
| | Investida (A) | PF (B) | Investida (A) | PF (B) |
| Retenção de IR na fonte (e) | - | - | 0 | -3,000 |
| Total da carga tributária (a+b+c+d+e) | -33,976 | 0 | -27,176 | -3,000 |
| Carga tributária do grupo (A) + (B) | | -33,976 | | -30,176 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP | | | 3,800 | |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP (%) | | | 19,00% | |

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 a 2011. Empresas com faturamento bruto anual acima de R\$240 mil pagam, além do IR de 15% retido na fonte e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 10% de IRPJ adicional, totalizando aproximadamente 34% de carga tributária sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota de pagamento de JSCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regimento específico. Pessoas jurídicas receptoras de JSCP podem compensar o imposto de renda retido no pagamento com o imposto devido no ano corrente, sendo que esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto possa ser abatido do efetivamente devido. A análise da economia tributária global com a distribuição de JSCP leva em conta o total de tributos pagos pela investida e pelo investidor. Por hipótese, supôs-se que o fluxo de caixa do acionista via distribuição seja o mesmo, tanto para recebimento de dividendos quanto de JSCP. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) no âmbito da empresa. Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JSCP é obtida dividindo-se o valor absoluto da economia fiscal global pelo que seria globalmente pago de impostos na hipótese de distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

3.3.2. PESSOA JURÍDICA

Em se tratando de beneficiário pessoa jurídica, o custo de se receber JSCP aumenta significativamente. Segundo Higushi *et al.* (2011), as empresas tributadas pelo lucro real pagam PIS e COFINS de 9,25% sobre a receita recebida a título de JSCP, uma vez que estas remunerações não fazem parte das receitas financeiras tributadas à alíquota zero no disposto pelo Decreto nº 5.442/2005. Esta situação é ainda mais grave em grupos empresariais com diversos níveis verticais: o aumento do ônus tributário de 9,25% pode ocorrer em cada etapa da cadeia de participação societária (Higushi *et al.*, 2011). Para as empresas tributadas pelo lucro presumido, além de pagar o PIS e a COFINS de 3,65%, os juros recebidos entram na base de cálculo de IRPJ e CSLL a título de outros rendimentos.

Pelo Decreto nº 5.442, de 09 de maio de 2005, art. 1º, fica evidente a oneração adicional incidente sobre os recebimentos de JSCP por acionistas pessoas jurídicas:

Artigo 1º - Ficam reduzidas a zero as alíquotas da contribuição para o PIS/PASEP e da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – COFINS incidentes sobre as receitas financeiras, inclusive decorrentes de operações realizadas para fins de hedge, auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas ao regime de incidência não-cumulativa das referidas contribuições.

Parágrafo Único. O disposto no caput:

I – não se aplica aos juros sobre capital próprio.

Decreto nº 5.442/2005.

Para Brito (1999), quando o beneficiário é pessoa jurídica, o pagamento de JSCP é uma opção para se reduzir a carga tributária apenas em alguns casos. Resumidamente, o autor identifica que a distribuição de JSCP desonera o beneficiário quando este é uma PJ com as seguintes características: i) prejuízo fiscal e base de cálculo negativa da CSLL, em qualquer situação; ii) tributada pelo lucro presumido – analisar, entretanto, a incidência do IRPJ adicional; iii) tributada pelo lucro real e base de cálculo positiva da CSLL – analisar a incidência ou não do IRPJ adicional. Isto ocorre considerando-se 100% do imposto retido quando do recebimento dos JSCP como antecipado ao imposto de renda do exercício fiscal, dedutibilidade esta que nem sempre é passível de ser executada (Higushi *et al.*, 2011). Logo, se a empresa beneficiária não conseguir abater do seu imposto devido o montante recolhido no recebimento de JSCP, a onerosidade aumenta de forma significativa.

Em função disso, quando o controlador (ou grupo de controle) é pessoa jurídica, ocorre um incentivo tributário para que a empresa controlada não pague (ou pague menos que

o limite estabelecido pela legislação brasileira) proventos sob a forma de JSCP, mas sim sob a forma de dividendos. Além disso, quanto maior for o número de pessoas jurídicas na estrutura vertical de controle, maior será o ônus potencial com alíquotas adicionais de PIS e COFINS, que se traduzem em um incentivo ainda menor para estas empresas pagarem proventos em dinheiro através de JSCP. Este fator é extremamente relevante para o caso brasileiro, visto que cerca de 77% das empresas de capital aberto possuem estrutura de controle piramidal (Bortolon e Leal, 2010).

Para simular o efeito da distribuição de lucros via dividendos ou JSCP sobre as pessoas jurídicas (PJ), construiu-se um demonstrativo de resultado para a empresa pagadora (investida) e outro para a empresa recebedora (investidora) desses proventos. Acrescentou-se a oneração de PIS e COFINS para o beneficiário pessoa jurídica tributado pelo lucro real na ordem de 9,25% sobre o valor recebido, conforme Higushi *et al.* (2011).

A Tabela 2 e a Tabela 3 representam o mesmo exemplo hipotético da Tabela 1, porém assumindo que o beneficiário é pessoa jurídica. Nesse caso, o benefício fiscal global depende da incidência ou não do adicional de IR na investidora. A Tabela 2 supõe que a empresa beneficiária está sujeita ao adicional de IR, o que faz com que o benefício fiscal no nível da investida (34%) seja anulado pela tributação em montante equivalente no nível do recebedor (34%). Logo, a economia tributária é negativa no percentual exato de incidência de PIS e COFINS (9,25%). No caso de empresa recebedora não sujeita ao adicional de IR, a situação se inverte, e há um pequeno ganho fiscal em se distribuir JSCP. O benefício fiscal obtido no nível da investida (34%) é parcialmente compensado pela tributação no nível do beneficiário (24%). Considerando as alíquotas de PIS e COFINS (9,25%), tem-se que a economia tributária global é da ordem de 0,75%¹².

Os resultados das simulações foram semelhantes aos resultados encontrados por Libonati *et al.* (2008), mesmo que estes não considerem a incidência do adicional de PIS e COFINS sobre as receitas financeiras oriundas de JSCP. A influência de detalhes referentes ao faturamento torna o impacto dos JSCP sobre a tributação de beneficiários pessoa jurídica mais complicada. A distribuição ótima de proventos em dinheiro por parte da firma deverá ser analisada caso a caso, visto que não há um padrão único para este grupo de beneficiários. Este diagnóstico também está presente no trabalho de Brito (1999), no qual só há economia

¹² Vale lembrar que os exemplos, tanto da Tabela 2 quanto da Tabela 3, pressupõem que a empresa beneficiária consiga utilizar os 15% de IR, retidos na fonte no momento do recebimento dos JSCP, como antecipação do devido na declaração anual de rendimentos.

tributária para a fonte pagadora dos juros sobre o capital próprio, no caso de beneficiários pessoas jurídicas, em duas situações: i) quando estes tiverem prejuízo fiscal e base de cálculo negativa da CSLL; ii) quando a fonte pagadora dos rendimentos estiver sujeita ao adicional de IR e na beneficiária não houver incidência do adicional de IR.

Tabela 2: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Jurídica (PJ) tributada pelo lucro real e COM adicional de IR

| A) Alíquotas incidentes sobre o montante distribuído de proventos | | | | |
|---|------------------------|---|------------------------|------------------------|
| Dividendos | | | | 0% |
| JSCP (retido na fonte) | | | | 15% |
| B) Natureza jurídica e alíquotas de tributação incidentes sobre o beneficiário | | PESSOA JURÍDICA (LUCRO REAL) COM ADICIONAL DE IR | | |
| CSLL | | | | 9% |
| IR | | | | 15% |
| IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) | | | | 10% |
| PIS / COFINS | | | | 9.25% |
| C) Demonstrativo de resultado (R\$ mil) | DIVIDENDOS | | JSCP | |
| | Investida (A) | Investidora (B) | Investida (A) | Investidora (B) |
| Lucro antes dos JSCP | 100,000 | 150,000 | 100,000 | 150,000 |
| (-) JSCP (Despesa financeira) | - | - | -20,000 | - |
| (+) JSCP (Receita financeira) | - | - | - | 20,000 |
| Lucro antes da CSLL e do IRPJ | 100,000 | 150,000 | 80,000 | 170,000 |
| (-) CSLL (a) | -9,000 | -13,500 | -7,200 | -15,300 |
| (-) IRPJ (b) | -15,000 | -22,500 | -12,000 | -25,500 |
| (-) IRPJ adicional (c) | -9,976 | -14,976 | -7,976 | -16,976 |
| (-) PIS/COFINS sobre os JSCP (d) | - | - | - | -1,850 |
| (=) Lucro líquido do exercício | 66,024 | 99,024 | 52,824 | 110,374 |
| D) Fluxo de caixa líquido do acionista | Investidora (B) | | Investidora (B) | |
| (+) Dividendos | | 20,000 | | 0 |
| (+) JSCP | | 0 | | 20,000 |
| (=) Fluxo de caixa líquido total do acionista | | 20,000 | | 20,000 |
| E) Análise da carga tributária global | Investida (A) | Investidora (B) | Investida (A) | Investidora (B) |
| Retenção de IR na fonte (e) | - | - | -3,000 | 3,000 |
| Total da carga tributária (a+b+c+d+e) | -33,976 | -50,976 | -30,176 | -56,626 |
| Carga tributária do grupo (A) + (B) | | -84,952 | | -86,802 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP | | | | -1,850 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP (%) | | | | -9.25% |

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 a 2011. Empresas com faturamento bruto anual acima de R\$240 mil pagam, além do IR de 15% retido na fonte e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 10% de IRPJ adicional, totalizando aproximadamente 34% de carga tributária sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota de pagamento de JSCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regimento específico. Pessoas jurídicas receptoras de JSCP podem compensar o imposto de renda retido no pagamento com o imposto devido no ano corrente, sendo que esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto possa ser abatido do efetivamente devido. A análise da economia tributária global com a distribuição de JSCP leva em conta o total de tributos pagos pela investida e pelo investidor. Por hipótese, supôs-se que o fluxo de caixa do acionista via distribuição seja o mesmo, tanto para recebimento de dividendos quanto de JSCP. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) no âmbito da empresa. Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JSCP é obtida dividindo-se o valor absoluto da economia fiscal global pelo que seria globalmente pago de impostos na hipótese de distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

Tabela 3: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Beneficiário Pessoa Jurídica (PJ) tributada pelo lucro real e SEM adicional de IR

A) Alíquotas incidentes sobre o montante distribuído de proventos

| | |
|------------------------|-----|
| Dividendos | 0% |
| JSCP (retido na fonte) | 15% |

B) Natureza jurídica e alíquotas de tributação incidentes sobre o beneficiário

PESSOA JURÍDICA (LUCRO REAL) SEM ADICIONAL DE IR

| | |
|--|-------|
| CSLL | 9% |
| IR | 15% |
| IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) | 10% |
| PIS / COFINS | 9.25% |

| C) Demonstrativo de resultado (R\$ mil) | DIVIDENDOS | | JSCP | |
|---|----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| | Investida (A) | Investidora (B) | Investida (A) | Investidora (B) |
| Lucro antes dos JSCP | 100,000 | 150,000 | 100,000 | 150,000 |
| (-) JSCP (Despesa financeira) | - | - | -20,000 | - |
| (+) JSCP (Receita financeira) | - | - | - | 20,000 |
| Lucro antes da CSLL e do IRPJ | 100,000 | 150,000 | 80,000 | 170,000 |
| (-) CSLL (a) | -9,000 | -13,500 | -7,200 | -15,300 |
| (-) IRPJ (b) | -15,000 | -22,500 | -12,000 | -25,500 |
| (-) IRPJ adicional (c) | -9,976 | 0 | -7,976 | 0 |
| (-) PIS/COFINS sobre os JSCP (d) | - | - | - | -1,850 |
| (=) Lucro líquido do exercício | 66,024 | 114,000 | 52,824 | 127,350 |

D) Fluxo de caixa líquido do acionista

| | Investidora (B) | Investidora (B) |
|--|-----------------|-----------------|
| (+) Dividendos | 20,000 | 0 |
| (+) JSCP | 0 | 20,000 |
| (=) Fluxo de caixa líquido total do acionista | 20,000 | 20,000 |

E) Análise da carga tributária global

| | Investida (A) | Investidora (B) | Investida (A) | Investidora (B) |
|--|---------------|-----------------|---------------|-----------------|
| Retenção de IR na fonte (e) | - | - | -3,000 | 3,000 |
| Total da carga tributária (a+b+c+d+e) | -33,976 | -36,000 | -30,176 | -39,650 |
| Carga tributária do grupo (A) + (B) | | -69,976 | | -69,826 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP | | | | 150 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP (%) | | | | 0.75% |

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 a 2011. Empresas com faturamento bruto anual acima de R\$240 mil pagam, além do IR de 15% retido na fonte e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 10% de IRPJ adicional, totalizando aproximadamente 34% de carga tributária sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota de pagamento de JSCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regimento específico. Pessoas jurídicas receptoras de JSCP podem compensar o imposto de renda retido no pagamento com o imposto devido no ano corrente, sendo que esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto possa ser abatido do efetivamente devido. A análise da economia tributária global com a distribuição de JSCP leva em conta o total de tributos pagos pela investida e pelo investidor. Por hipótese, supôs-se que o fluxo de caixa do acionista via distribuição seja o mesmo, tanto para recebimento de dividendos quanto de JSCP. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) no âmbito da empresa. Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JSCP é obtida dividindo-se o valor absoluto da economia fiscal global pelo que seria globalmente pago de impostos na hipótese de distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

Fonte: elaborado pelo autor, baseado nos cálculos de Libonati *et al.* (2008).

3.3.3. ENTIDADES ASSOCIATIVAS DE INVESTIMENTOS

Por fim, há de se considerar um terceiro grupo de beneficiários: pela Lei nº 9.532/1997, Arts. 28 e 33, quando o acionista que recebe os JSCP for constituído sob a forma de Fundos de Investimentos, Clubes de Investimentos, Carteiras Administradas e qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo, a alíquota de imposto de renda é zero. Isto significa que, para este tipo de recebedor, não há diferença fiscal entre receber proventos sob a forma de JSCP ou dividendos (que são isentos para todos os acionistas), apesar de os JSCP reduzirem a tributação total no nível da empresa. Em função disso, há um incentivo pecuniário que faz com que as entidades associativas de investimento prefiram receber proventos em dinheiro sob a forma de JSCP, vez que receberão o mesmo valor líquido e passarão a ter em carteira um ativo de maior valor de mercado.

Uma dúvida que surge com relação ao enquadramento das empresas como “entidade associativa” de investimento é a inclusão ou não de Entidades de Previdência Complementar (EPC), abertas ou fechadas, conforme definidos pela Lei Complementar nº 109¹³. A Lei nº 9.532/1997, nos seu Arts. 28 e 33, não explicita essas instituições no conjunto das entidades associativas de investimentos beneficiadas pela isenção fiscal, apesar de constituírem figura jurídica de natureza coletiva ou associativa. Mesmo com uma possível dúvida interpretativa na Lei nº 9.532/97, a promulgação da Lei 11.053/2004 afastou qualquer desconfiança por parte dessas instituições, e veio a ratificar o caráter tributário privilegiado das Entidades de Previdência Complementar:

Art. 5º: A partir de 1º de janeiro de 2005, ficam dispensados a retenção na fonte e o pagamento em separado do imposto de renda sobre os rendimentos e ganhos auferidos nas aplicações de recursos de provisões, reservas técnicas e fundos de planos de benefícios de entidade de previdência complementar, sociedade seguradora e FAPI, bem como de seguro de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência.

Parágrafo único: Aplica-se o disposto no caput deste artigo aos fundos administrativos constituídos pelas entidades fechadas de previdência complementar e às provisões, reservas técnicas e fundos dos planos assistenciais de que trata o art. 76 da Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. (Incluído pela Lei nº 11.196, de 21/11/2005).

Lei 11.053/2004.

¹³ Resumidamente, conforme a Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC) são aquelas acessíveis exclusivamente a empregados de uma empresa ou grupo de empresa, e aos servidores públicos, seja qual for a esfera de governo. Essas sociedades são organizadas sob a forma de fundação ou sociedade civil, sem fins lucrativos. Já as Entidades Abertas de Previdência Complementar (EAPC) são planos de benefícios de caráter previdenciário concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, acessíveis a qualquer pessoa física. São constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas.

Essa questão regulatória é também abordada no trabalho de Rangel e da Silva (2007). Os autores realizaram um estudo de caso com a empresa Tractebel, que possui EFPCs presentes no bloco de controle, e sugeriram que a distribuição de lucros dessas empresas deveriam ser alocadas o máximo possível em JSCP. A motivação é a isenção tributária das distribuições de JSCP para as EFPCs, estipuladas pela Lei 11.053/2004, art. 5º. Em análise numérica, por meio de estimativas do fluxo de caixa do acionista e custo de capital próprio pelo CAPM, os autores constataram que o valor da ação com a distribuição de JSCP em substituição aos dividendos deveria ser 3,49% maior, para beneficiário pessoa física, e 8,28% maior no caso de beneficiário EFPC.

Um dos entraves práticos para a auferição desse benefício fiscal é que ele não ocorre de forma automática, ou seja, as empresas investidas não isentam o imposto de forma natural para as entidades associativas de investimentos. Na prática, as EFPCs e as demais formas de investimento coletivo devem enviar uma declaração com firma reconhecida para a empresa pagadora solicitando isenção no recolhimento dos 15% de IRRF, informando sobre sua natureza tributária diferenciada. Presume-se, pois, que todo o beneficiário está sujeita à alíquota de 15%, e que aqueles cuja legislação permite um tratamento diferenciado devem enviar manifestação, sob pena de pagarem tributos exatamente como os demais. Essa burocracia concede uma oportunidade de muitos agentes potencialmente beneficiados pelas Leis nº 9.532/97 e nº 11.053/2004 não usufruírem dessa isenção fiscal, fato que pode culminar em menor riqueza para esses acionistas e em uma maior arrecadação de impostos pelo governo brasileiro.

Numericamente, a Tabela 4 expõe a situação hipotética das Tabelas 1, 2 e 3, porém supondo agora que o acionista beneficiário é uma entidade associativa de investimentos. Percebe-se que a isenção de IRRF permite que a totalidade do benefício fiscal no nível da empresa investida (34%) seja totalmente absorvida por esses beneficiários. Dessa forma, no exemplo hipotético, uma distribuição de JSCP de R\$20 milhões gera uma redução no pagamento global de impostos da ordem de R\$6,8 milhões, perfazendo uma economia tributária de 34%. Dentre todas as figuras jurídicas de beneficiários, as entidades associativas são as que mais se beneficiam da distribuição de JSCP de suas investidas, o que caracteriza a nossa expectativa a priori acerca dos resultados do capítulo 5.

Tabela 4: Fluxo de caixa e carga tributária global com o uso de Dividendos e JSCP – Entidades associativas de investimento (Fundos e clubes de investimentos, EFPC, carteiras administradas, etc.)

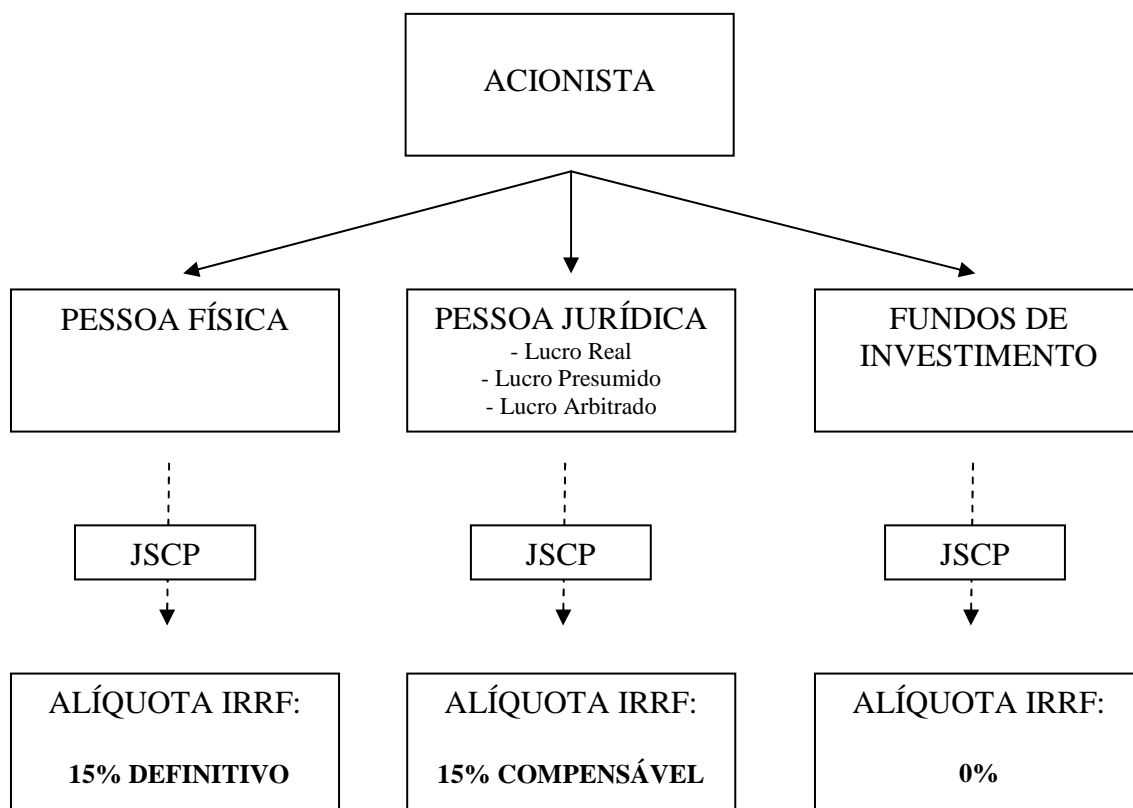
| A) Alíquotas incidentes sobre o montante distribuído de proventos | | | | |
|--|----------------------|---|----------------------|-------------------|
| Dividendos | | | | 0% |
| JSCP (retido na fonte) | | | | 0% |
| B) Natureza jurídica do beneficiário e alíquotas incidentes sobre o grupo | | FUNDOS DE INVESTIMENTOS OU DE PENSÃO, CARTEIRAS ADMINISTRADAS, ETC | | |
| CSLL | | | | 9% |
| IR | | | | 15% |
| IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) | | | | 10% |
| PIS / COFINS | | | | 9.25% |
| C) Demonstrativo de resultado (R\$ mil) | | | | |
| | DIVIDENDOS | | JSCP | |
| | Investida (A) | Fundos (B) | Investida (A) | Fundos (B) |
| Lucro antes dos JSCP | 100,000 | - | 100,000 | - |
| (-) JSCP (Despesa financeira) | - | - | -20,000 | - |
| (+) JSCP (Receita financeira) | - | - | - | 20,000 |
| Lucro antes da CSLL e do IRPJ | 100,000 | - | 80,000 | - |
| (-) CSLL (a) | -9,000 | - | -7,200 | - |
| (-) IRPJ (b) | -15,000 | - | -12,000 | - |
| (-) IRPJ adicional (c) | -9,976 | - | -7,976 | - |
| (-) PIS/COFINS sobre os JSCP (d) | - | - | - | - |
| (=) Lucro líquido do exercício | 66,024 | - | 52,824 | - |
| D) Fluxo de caixa líquido do acionista | | | | |
| | Fundos (B) | | Fundos (B) | |
| (+) Dividendos | | 20,000 | | 0 |
| (+) JSCP | | 0 | | 20,000 |
| (=) Fluxo de caixa líquido total do acionista | | 20,000 | | 20,000 |
| E) Análise da carga tributária global | | | | |
| | Investida (A) | Fundos (B) | Investida (A) | Fundos (B) |
| Retenção de IR na fonte (e) | - | - | 0 | 0 |
| Total da carga tributária (a+b+c+d+e) | -33,976 | 0 | -27,176 | 0 |
| Carga tributária do grupo (A) + (B) | | -33,976 | | -27,176 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP | | | | 6,800 |
| Economia tributária global com a distribuição de JSCP (%) | | | | 34,00% |

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 a 2011. Empresas com faturamento bruto anual acima de R\$240 mil pagam, além do IR de 15% retido na fonte e 9% de Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), 10% de IRPJ adicional, totalizando aproximadamente 34% de carga tributária sobre o lucro antes dos impostos. A alíquota de pagamento de JSCP reflete a legislação pertinente a cada tipo de beneficiário, de acordo com seu regimento específico. Pessoas jurídicas receptoras de JSCP podem compensar o imposto de renda retido no pagamento com o imposto devido no ano corrente, sendo que esta simulação hipotetiza que 100% desse imposto possa ser abatido do efetivamente devido. A análise da economia tributária global com a distribuição de JSCP leva em conta o total de tributos pagos pela investida e pelo investidor. Por hipótese, supôs-se que o fluxo de caixa do acionista via distribuição seja o mesmo, tanto para recebimento de dividendos quanto de JSCP. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) no âmbito da empresa. Em termos percentuais, a economia tributária global com a distribuição de JSCP é obtida dividindo-se o valor absoluto da economia fiscal global pelo que seria globalmente pago de impostos na hipótese de distribuir os lucros sob a forma de dividendos.

Fonte: elaborado pelo autor, baseado nos cálculos de Libonati *et al.* (2008).

3.3.4. SÍNTESE DAS DIFERENÇAS TRIBUTÁRIAS NO RECEBIMENTO DE JSCP

Como síntese da descrição do tratamento fiscal dado pela legislação brasileira aos beneficiários de distribuições de JSCP, expõe-se o Quadro 1, que agrega as diferenças básicas entre os tipos de beneficiários em termos de tributação.



Quadro 1: influência do tipo de acionista sobre a tributação dos Juros sobre Capital Próprio

Fonte: elaborado pelo autor.

Conclui-se do Quadro 1, pois, que a legislação brasileira discrimina as alíquotas de imposto de renda incidentes sobre os JSCP de acordo com o tipo de acionista. Para os acionistas pessoas físicas, a alíquota de IRRF sobre o valor creditado a título de JSCP é definitiva e igual a 15%. Tratamento tributário equivalente é destinado aos órgãos de governo, quando acionistas diretos das empresas. Para as pessoas jurídicas, o total de imposto retido na fonte pode ser imputado ao efetivamente devido na declaração anual de rendimentos, ou seja, é permitida a compensação. Todavia, por se tratar de receita financeira, esses rendimentos compõem a base de cálculo de IRPJ, CSLL, PIS e COFINS, o que elimina os benefícios fiscais obtidos no nível da firma investida. Já para as entidades associativas de investimentos, as receitas financeiras de JSCP são isentas de tributação, o que enseja um incentivo adicional

para que os gestores das empresas nas quais esses fundos são sócios paguem seus proventos sob a forma de JSCP, e não dividendos. Esse panorama revela que a decisão gerencial sobre o pagamento de JSCP deve levar em conta o tipo de acionista controlador e os efeitos tributários da distribuição de proventos, e que análises focadas exclusivamente no nível da firma não são adequadas no contexto brasileiro.

3.4. A OPINIÃO DOS EXECUTIVOS BRASILEIROS SOBRE A INFLUÊNCIA DO TIPO DE ACIONISTA NA DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS

Após analisar a legislação específica para cada tipo de acionista, percebe-se que os benefícios líquidos, ou seja, ganhos já deduzidos de impostos, são diferentes entre os grupos de acionistas. A partir desta constatação, imagina-se que essas peculiaridades sejam percebidas também pelos executivos ou gestores, que são aqueles que efetivamente tomam decisões dentro das empresas. Entretanto, a aplicação do questionário junto a executivos das empresas de capital aberto brasileiras no trabalho de Décourt (2009) constatou que a opinião expressa pelos executivos do que seria melhor para os diferentes grupos de acionistas é bem diferente dessa realidade. Dos executivos respondentes, apenas uma minoria colocou os JSCP como a forma de distribuição de lucros mais benéfica aos acionistas, mesmo para as entidades associativas de investimentos (que pertencem ao grupo “investidores institucionais nacionais”), beneficiados com alíquota zero pela Lei nº 9.532/97. A Tabela abaixo sintetiza o percentual de respondentes quanto à melhor alternativa de distribuição de lucros para cada tipo de acionista.

Tabela 5: Alternativa de distribuição de lucro mais indicada para cada tipo de acionista

| | Nac. PF | Nac. PJ | Nac. Inst. | Est. PF | Est. PJ | Est. Inst. | Controlador |
|-----------------------------|---------|---------|------------|---------|---------|------------|-------------|
| Dividendos | 76.67% | 56.67% | 51.67% | 70.00% | 56.67% | 53.33% | 58.33% |
| Juros sobre Capital Próprio | 21.67% | 38.33% | 35.00% | 18.33% | 28.33% | 28.33% | 33.33% |
| Recuperação de ações | 0.00% | 3.33% | 5.00% | 1.67% | 3.33% | 3.33% | 3.33% |
| Bonificação | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Desdobramento | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| Valorização da ação | 1.67% | 1.67% | 8.33% | 10.00% | 15.00% | 15.00% | 5.00% |
| Redução do capital | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

Fonte: Décourt (2009), p. 107.

Entre todos os grupos, a distribuição de JSCP é tida como a mais benéfica em no máximo 38,33% das vezes, o que ocorre com as PJs nacionais. As opiniões são tão destoantes da legislação brasileira que são exatamente estes investidores, segundo Higuchi *et al.* (2011), que são menos beneficiados pelo pagamento de JSCP. Os teoricamente mais beneficiados, PFs e investidores institucionais nacionais, possuem percentuais mais baixos, segundo a pesquisa. Uma possível explicação para essa evidência aparentemente destoante reside no tamanho pequeno da amostra, composta por 65 empresas, que pode enviesar os resultados.

Uma segunda explicação é que os executivos estariam analisando o questionamento sob um ângulo estrito, qual seja, analisando apenas os impostos diretos sobre o fluxo de caixa dos investidores, sem levar em conta os impactos da distribuição no nível da firma. Isso explicaria por que apenas 21,67% dos executivos acreditam que os JSCP sejam a melhor opção para o grupo de PFs, já que a incidência de impostos ocorre na fonte e de forma definitiva. Entretanto, conforme já visto, mesmo com a oneração de 15% sobre o valor distribuído via JSCP, os acionistas PFs são beneficiados pelo menor pagamento de impostos da firma, o que aumenta o valor de sua participação na empresa. O resultado líquido desse processo é um aumento na riqueza destes acionistas. Por esta razão, esse segundo argumento também não explica satisfatoriamente as opiniões conflitantes dos executivos brasileiros com relação à legislação tributária brasileira tangente ao pagamento de proventos.

4. ASPECTOS METODOLÓGICOS

4.1. COLETA DE DADOS E DEFINIÇÃO DA AMOSTRA

A amostra é constituída por empresas cujas ações estavam listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&F Bovespa) no período 1997-2008. As fontes dos dados são o software Economática[®], que fornece as informações financeiras, e o sistema INFOinvest[®], que aglomera informações quanto à estrutura de propriedade das empresas listadas. A vantagem deste último em relação ao acesso direto à base de dados da CVM é que ele agrupa e elenca informações até o nível do acionista pessoa física, facilitando a obtenção dos dados para estruturas mais verticalizadas. As únicas exceções são as pessoas jurídicas sediadas no exterior, muitas vezes em paraísos fiscais, onde a abertura dos acionistas resta-se prejudicada.

A primeira condição para que a empresa se torne elegível ao pagamento dos JSCP é possuir Patrimônio Líquido deduzido das “Reservas de Reavaliação” positivo. Se tiver, poderá aplicar a variação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), calculada *pro rata* dia, ao montante da conta no período inicial. O montante a ser pago será limitado ao que for maior entre: 50% do lucro antes da apuração dos JSCP; 50% da soma de “Reservas de Lucros” e “Lucros Acumulados”.

Para garantir que as empresas da amostra fossem aptas a auferir os benefícios fiscais do pagamento de JSCP, ou seja, que elas poderiam ter distribuído JSCP, foram aplicados os critérios de elegibilidade definidos pela Lei nº 9.249/95, que instituiu os JSCP no Brasil e que permanecem vigentes até hoje. Conforme o §1 da referida Lei, para efeito de dedutibilidade como despesa financeira, o valor dos juros pagos fica condicionado à existência de lucros (do período de apuração correspondente ao pagamento ou crédito dos juros, computados antes da dedução destes juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros), não podendo exceder o maior entre os seguintes valores:

- a) 50% do lucro líquido do período de apuração antes da dedução desses juros;
- b) 50% do somatório dos lucros acumulados e reservas de lucros¹⁴.

¹⁴ Conforme Libonati *et al.* (2008), vale ressaltar que esta condição somente começou a vigorar a partir do ano de 1997, quando as reservas de lucros passaram a ser computadas na apuração do limite de dedutibilidade dos JSCP, através da nova redação do §1 da Lei nº 9.249/95 dada pelo artigo 78 da Lei nº 9.430/1996.

Para explicitar e tornar mais claras as condições de elegibilidade aplicadas às empresas listadas na bolsa, criou-se a Tabela 6, que sintetiza as informações descritas acima e os limites de distribuição, já discutidos no capítulo 2.

Tabela 6: Critérios de elegibilidade para pagamento de JSCP

| a) Critério de elegibilidade | |
|-------------------------------------|---------------------------------------|
| Variável | Condições |
| (PL - RR) t-1 | > 0 |
| | E |
| LAJSCP t | > 0 |
| | OU |
| (Res_Luc + Luc Acum) t-1 | > 0 |
| b) Limites de distribuição | |
| Variável | Condições |
| TJLP | \leq TJLP * (PL - RR) t-1 |
| | SUJEITA A: |
| LAJSCP t | \leq 50% * (LAJSCP) t |
| (Res_Luc + Luc Acum) t-1 | \leq 50% * (Res_Luc + Luc Acum) t-1 |

Fonte: Elaborado pelo autor.

São evidenciados na Tabela 6 também os limites de distribuição de JSCP, conforme Instrução Normativa SRF nº12/99, arts. 1º e 3º. Pelo RIR/99, Art. 668, a taxa da TJLP aplicável às contas do Patrimônio Líquido fica limitado à sua variação *pro rata* dia, ou seja, utiliza-se a variação acumulada desde o início do ano fiscal até a data do efetivo pagamento dos juros.

Conforme a Tabela 6, o primeiro limite diz respeito ao montante máximo de distribuição dos JSCP, qual seja, a TJLP *pro rata* dia multiplicado pelo Patrimônio Líquido diminuído da conta Reserva de Reavaliação do ano fiscal anterior. Além desta conta positiva, a empresa deve apresentar lucro antes dos juros sobre o capital próprio positivo, ou, então, lucros acumulados mais reservas de lucros positivo ao final do ano fiscal anterior. Se pelo menos uma dessas duas condições forem satisfeitas, além do Patrimônio Líquido deduzido das Reservas de Reavaliações positivo, a empresa “i” estaria elegível à amostra no período “t”. Isso se deve ao fato de haver possibilidade de uma empresa distribuir JSCP mesmo que não gere fluxos de caixa positivos no ano corrente.

Após a aplicação dos critérios de elegibilidade, passou-se a examinar o número mínimo de anos na qual a empresa deveria estar elegível ao pagamento de JSCP. Optou-se por seleccionar apenas empresas que passaram nos filtros de elegibilidade em pelo menos 4 anos, entre 1997 e 2008. A escolha do nível de corte de pelo menos 4 anos ficou condicionada ao tamanho da amostra e ao ganho marginal pequeno em termos de análise por se incluir

empresas com representatividade inferior a 1/3 do período. Assim, acredita-se que a amostra esteja suficientemente ampla para capturar os efeitos da estrutura de propriedade sobre as decisões de distribuição de JSCP.

Com a aplicação dos critérios anteriormente definidos, a amostra compreendeu 404 empresas, perfazendo um total de 857 ações negociadas, tanto ordinárias como preferenciais. No que se refere à modelagem econométrica, cada ativo é tratado como um indivíduo diferente, então é como se fossem 857 empresas distintas. Um problema detectado nessa amostra é que muitas empresas possuíam diversas classes de ações preferenciais, como PNA, PNB, PNC, PND, etc. A inclusão de mais de uma classe de ação preferencial na amostra final poderia superestimar a influência dessas empresas no modelo, criando um viés indesejado de estimação. Por este motivo, foram eliminadas as classes preferenciais menos líquidas, nas empresas com ações preferenciais de mais de uma classe. A nova amostra perfazeu um total de 726 ativos, limitados a dois por empresa. Deste grupo, ainda, foram eliminadas as empresas que não distribuíram proventos em dinheiro, que podem estar adotando esta prática como uma política de maximização da riqueza do acionista¹⁵. Como o objetivo deste estudo é entender porque muitas das empresas que distribuem proventos em dinheiro não o fazem sob a forma de JSCP, é impreterível que as empresas não pagadoras de dividendos ou JSCP sejam excluídas da amostra. Assim, a amostra final deste estudo é composta por 586 ativos, que obedeciam aos critérios de elegibilidade já mencionados e que distribuíram proventos em dinheiro em pelo menos um dos anos entre 1997 e 2008. Os dados são utilizados com frequência anual, e o total da amostra contém um número máximo de 4228 observações.

Conforme a Figura 1, a distribuição da quantidade de empresas constantes da amostra subiu muito nos três primeiros anos, e manteve-se estável nos períodos posteriores. A partir de 2005, entretanto, o número de empresas elegíveis passou a cair gradualmente, até atingir 304 empresas em 2008.

¹⁵ Conforme Procianny (2006), a política de dividendos ótima das empresas pode ser a reaplicação de todos os lucros gerados pela sua atividade, especialmente em ambientes caracterizados por restrições financeiras, como o Brasil.

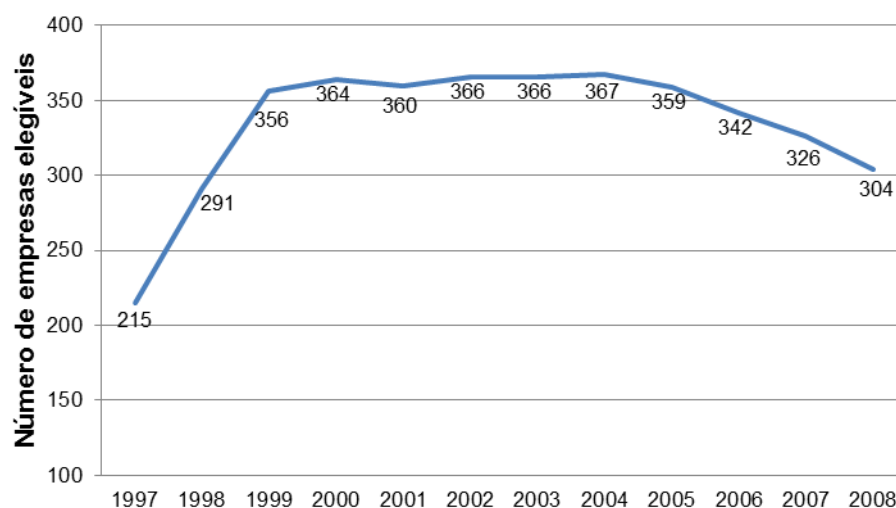


Figura 1: Evolução anual da quantidade de empresas elegíveis à distribuição de JSCP

Fonte: elaborado pelo autor.

Uma vez definidas as empresas constantes da amostra, partiu-se para a classificação setorial desses ativos. O setor de atividade econômica é um importante fator na distribuição de proventos em dinheiro. A classificação setorial seguiu a classificação de atividade econômica proposta pelo software Economática, exceto o setor “outros”, que teve um tratamento diferenciado. Inicialmente, verificou-se que o setor com o maior número de empresas individualmente era “outros”, com 12,51% de participação média entre 1997 e 2008¹⁶. Esta representatividade excessiva, culminada com o alto grau de heterogeneidade das empresas que compõem o setor, trouxe a necessidade de se fazerem ajustes e desagregações. A forma encontrada de contornar esse problema foi analisar a atividade econômica principal das empresas componentes do setor “outros” pelo setor NAICs, nível I e nível II, disponíveis também no software Economática. Essa classificação diferenciada, mais abrangente inclusive, permitiu a alocação de parte das empresas do setor “outros” em dois novos setores: “administração de empresas e empreendimentos” e “indústria manufatureira”, sendo que nesta última estão excluídas as indústrias dos ramos de siderurgia e metalurgia, alimentos e bebidas, minerais não metálicos, papel e celulose, química, têxtil e veículos e peças. Assim, com esses dois setores adicionais, o setor “outros” reduziu-se de 133 ativos da amostra original para apenas 54 ativos. O detalhamento final do processo de setorização das empresas da amostra é evidenciado na Tabela 7.

¹⁶ Os outros setores de maior representatividade eram “finanças e seguros”, com 11.83%, e “energia elétrica”, com 10.57%.

Tabela 7: Amostra final – 21 setores de atividade econômica

| Setor (n=21) | NÚMERO DE OBSERVAÇÕES (1997 A 2008) | | | |
|---------------------------|-------------------------------------|----------------|-------------|----------------|
| | Ativos | % | Empresas | % |
| Finanças e Seguros | 491 | 11.79% | 286 | 12.58% |
| Siderurgia e Metalurgia | 456 | 10.95% | 238 | 10.47% |
| Energia Elétrica | 447 | 10.73% | 237 | 10.42% |
| Têxtil | 293 | 7.03% | 148 | 6.51% |
| Química | 292 | 7.01% | 146 | 6.42% |
| Telecomunicações | 273 | 6.55% | 137 | 6.02% |
| Alimentos e Bebidas | 263 | 6.31% | 138 | 6.07% |
| Administração de empresas | 251 | 6.02% | 143 | 6.29% |
| Veículos e peças | 201 | 4.82% | 115 | 5.06% |
| Comércio | 180 | 4.32% | 106 | 4.66% |
| Outros | 155 | 3.72% | 94 | 4.13% |
| Petróleo e Gás | 122 | 2.93% | 65 | 2.86% |
| Papel e Celulose | 120 | 2.88% | 64 | 2.81% |
| Indústria Manufatureira | 118 | 2.83% | 66 | 2.90% |
| Construção | 114 | 2.74% | 68 | 2.99% |
| Máquinas Industriais | 97 | 2.33% | 57 | 2.51% |
| Eletroeletrônicos | 86 | 2.06% | 50 | 2.20% |
| Minerais não metálicos | 72 | 1.73% | 41 | 1.80% |
| Mineração | 68 | 1.63% | 34 | 1.50% |
| Transportes | 56 | 1.34% | 35 | 1.54% |
| Agropecuária e Pesca | 11 | 0.26% | 6 | 0.26% |
| Total | 4166 | 100.00% | 2274 | 100.00% |

Fonte: elaborado pelo autor.

Da Tabela 7, constata-se que os setores com maior número de observações são Finanças e Seguros (11.79%), Siderurgia e Metalurgia (10.95%) e Energia Elétrica (10.73%). Levando-se em conta apenas o número de empresas, ou seja, restringindo a amostra a um ativo por empresa, a representatividade é muito parecida: 12.58%, 10.47% e 10.42%, respectivamente. No outro extremo, os setores com menor participação são Mineração (1.63%), Transportes (1.34%) e Agropecuária e Pesca (0.26%).

Além da exposição do número de observações de acordo com o setor de atividade econômica, são expostas as médias das variáveis dependentes utilizadas no estudo e os regressores de estrutura de propriedade, como uma forma de se identificar diferenças na distribuição de proventos e no controle acionário entre as empresas de diferentes setores. Da Tabela 8, que contempla essas informações, constatam-se algumas diferenças importantes. A média da variável JSCP_BIN, que representa o pagamento ou não de JSCP, é maior nos setores de Mineração (0.63), Máquinas Industriais (0.39) e Energia Elétrica (0.36). A variável JSCP_JSCP*, que mede a razão entre o montante distribuído e o limite estabelecido pela legislação, é maior nos setores de Mineração (0.31), Finanças e Seguros (0.22) e Siderurgia e

Metalurgia (0.22). Já os setores com maior concentração acionária mantida pelo(s) controlador(es), PART_ON, são Agropecuária e Pesca (77.2%), Indústria Manufatureira (75.8%) e Energia Elétrica (70.3%). Finalmente, os maiores desvios de direito entre o capital votante e o capital total (CONTROLE_CAPTOTAL) estão presentes nas empresas dos setores de Telecomunicações (1.92), Papel e Celulose (1.81) e Petróleo e Gás (1.77).

Tabela 8: composição setorial e média das variáveis de JSCP e de estrutura de propriedade

| SETOR (n=21) | NÚMERO DE OBSERVAÇÕES | | | | VARIÁVEIS DEPENDENTES | | | | | ESTRUTURA DE PROPRIEDADE | | | | | | | |
|---------------------------|-----------------------|----------------|-------------|----------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------------|
| | ATIVOS | % | EMPRESAS | % | JSCP BIN | JSCP AT | JSCP PAYOUT | JSCP PROV | JSCP JSCP* | PF | PJ2 | PJ3 | FUNDOS | EST | FUNDOS PART | PART ON (%) | CONTROLE CAPTOTAL |
| Finanças e Seguros | 491 | 11.79% | 286 | 12.58% | 0.33 | 0.00 | 0.10 | 0.27 | 0.22 | 0.10 | 0.22 | 0.31 | 0.06 | 0.28 | 0.15 | 67.69 | 1.38 |
| Siderurgia e Metalurgia | 456 | 10.95% | 238 | 10.47% | 0.31 | 0.01 | 0.07 | 0.22 | 0.21 | 0.08 | 0.15 | 0.61 | 0.09 | 0.00 | 0.23 | 62.98 | 1.65 |
| Energia Elétrica | 447 | 10.73% | 237 | 10.42% | 0.36 | 0.01 | 0.08 | 0.21 | 0.19 | 0.00 | 0.00 | 0.66 | 0.06 | 0.27 | 0.18 | 70.29 | 1.41 |
| Têxtil | 293 | 7.03% | 148 | 6.51% | 0.06 | 0.00 | 0.02 | 0.05 | 0.05 | 0.31 | 0.34 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.18 | 51.69 | 1.60 |
| Química | 292 | 7.01% | 146 | 6.42% | 0.19 | 0.00 | 0.04 | 0.11 | 0.10 | 0.00 | 0.21 | 0.73 | 0.00 | 0.06 | 0.18 | 70.22 | 1.69 |
| Telecomunicações | 273 | 6.55% | 137 | 6.02% | 0.37 | 0.01 | 0.12 | 0.26 | 0.20 | 0.00 | 0.03 | 0.93 | 0.04 | 0.00 | 0.27 | 64.07 | 1.92 |
| Alimentos e Bebidas | 263 | 6.31% | 138 | 6.07% | 0.20 | 0.00 | 0.06 | 0.15 | 0.14 | 0.08 | 0.36 | 0.34 | 0.16 | 0.00 | 0.34 | 56.21 | 1.38 |
| Administração de empresas | 251 | 6.02% | 143 | 6.29% | 0.17 | 0.00 | 0.04 | 0.13 | 0.11 | 0.18 | 0.45 | 0.18 | 0.07 | 0.00 | 0.30 | 54.41 | 1.58 |
| Veículos e peças | 201 | 4.82% | 115 | 5.06% | 0.17 | 0.00 | 0.05 | 0.12 | 0.15 | 0.25 | 0.16 | 0.39 | 0.16 | 0.00 | 0.68 | 54.87 | 1.61 |
| Comércio | 180 | 4.32% | 106 | 4.66% | 0.28 | 0.00 | 0.07 | 0.20 | 0.20 | 0.03 | 0.37 | 0.31 | 0.00 | 0.00 | 0.27 | 49.44 | 1.59 |
| Outros | 155 | 3.72% | 94 | 4.13% | 0.19 | 0.00 | 0.06 | 0.16 | 0.15 | 0.45 | 0.14 | 0.09 | 0.06 | 0.18 | 0.12 | 56.70 | 1.66 |
| Petróleo e Gás | 122 | 2.93% | 65 | 2.86% | 0.23 | 0.00 | 0.05 | 0.17 | 0.17 | 0.00 | 0.48 | 0.22 | 0.00 | 0.20 | 0.48 | 43.93 | 1.77 |
| Papel e Celulose | 120 | 2.88% | 64 | 2.81% | 0.27 | 0.01 | 0.09 | 0.20 | 0.18 | 0.00 | 0.23 | 0.77 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 65.30 | 1.81 |
| Indústria Manufatureira | 118 | 2.83% | 66 | 2.90% | 0.13 | 0.00 | 0.03 | 0.06 | 0.09 | 0.12 | 0.25 | 0.62 | 0.00 | 0.00 | 0.19 | 75.76 | 1.54 |
| Construção | 114 | 2.74% | 68 | 2.99% | 0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.50 | 0.19 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.11 | 45.58 | 1.25 |
| Máquinas Industriais | 97 | 2.33% | 57 | 2.51% | 0.39 | 0.01 | 0.09 | 0.21 | 0.18 | 0.00 | 0.22 | 0.53 | 0.00 | 0.00 | 0.22 | 65.92 | 1.72 |
| Eletroeletrônicos | 86 | 2.06% | 50 | 2.20% | 0.15 | 0.00 | 0.02 | 0.06 | 0.08 | 0.02 | 0.23 | 0.70 | 0.02 | 0.00 | 0.34 | 59.80 | 1.22 |
| Minerais não metálicos | 72 | 1.73% | 41 | 1.80% | 0.14 | 0.00 | 0.03 | 0.06 | 0.07 | 0.00 | 0.32 | 0.35 | 0.15 | 0.00 | 0.31 | 52.29 | 1.21 |
| Mineração | 68 | 1.63% | 34 | 1.50% | 0.63 | 0.01 | 0.17 | 0.56 | 0.31 | 0.00 | 0.21 | 0.64 | 0.15 | 0.00 | 0.15 | 54.38 | 1.61 |
| Transportes | 56 | 1.34% | 35 | 1.54% | 0.30 | 0.00 | 0.08 | 0.22 | 0.19 | 0.00 | 0.14 | 0.45 | 0.38 | 0.00 | 0.57 | 54.46 | 1.21 |
| Agropecuária e Pesca | 11 | 0.26% | 6 | 0.26% | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 77.16 | 1.48 |
| Total | 4166 | 100.00% | 2274 | 100.00% | 0.25 | 0.00 | 0.07 | 0.18 | 0.16 | 0.10 | 0.22 | 0.47 | 0.06 | 0.08 | 0.24 | 60.95 | 1.56 |

Nota: Esta tabela evidencia o número de observações da amostra segmentada por setores, entre 1997 e 2008. A amostra é composta pelas empresas que distribuíram proventos em dinheiro, via dividendos, JSCP ou uma combinação de ambos. A coluna ATIVOS leva em consideração o número de observações por ativo, em cada setor, para o período todo. Já a coluna EMPRESAS restringe o número máximo de ativos a um por empresa. Além da composição setorial da amostra, são elucidadas as médias das variáveis dependentes (JSCP_BIN, JSCP_AT, JSCP_LPA, JSCP_PROV e JSCP_JSCP*) e de estrutura de propriedade (PF, PJ1, PJ2, FUNDOS, EST, FUNDO_PART, PART_ON e CONTROLE_CAPTOTAL), para cada um dos 21 setores da amostra.

Fonte: elaborado pelo autor.

4.2. PERÍODO

O período de aplicação do modelo proposto vai de 1997 a 2008, na qual todas as variáveis de interesse estavam disponíveis para coleta. Por se tratar de uma aplicação de modelos de regressão linear múltipla, com a utilização de um grande número de variáveis, o período ficou restrito à disponibilidade e a coleta de dados de todas essas variáveis utilizadas no modelo empírico. Mesmo que a coleta informações de estrutura de propriedade seja longa e árdua, optou-se por um período longo de análise porque ele proporciona um maior número de observações, aumenta a segurança estatística dos resultados e possibilita a verificação de tendências ao longo do tempo.

4.3. DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS DE ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

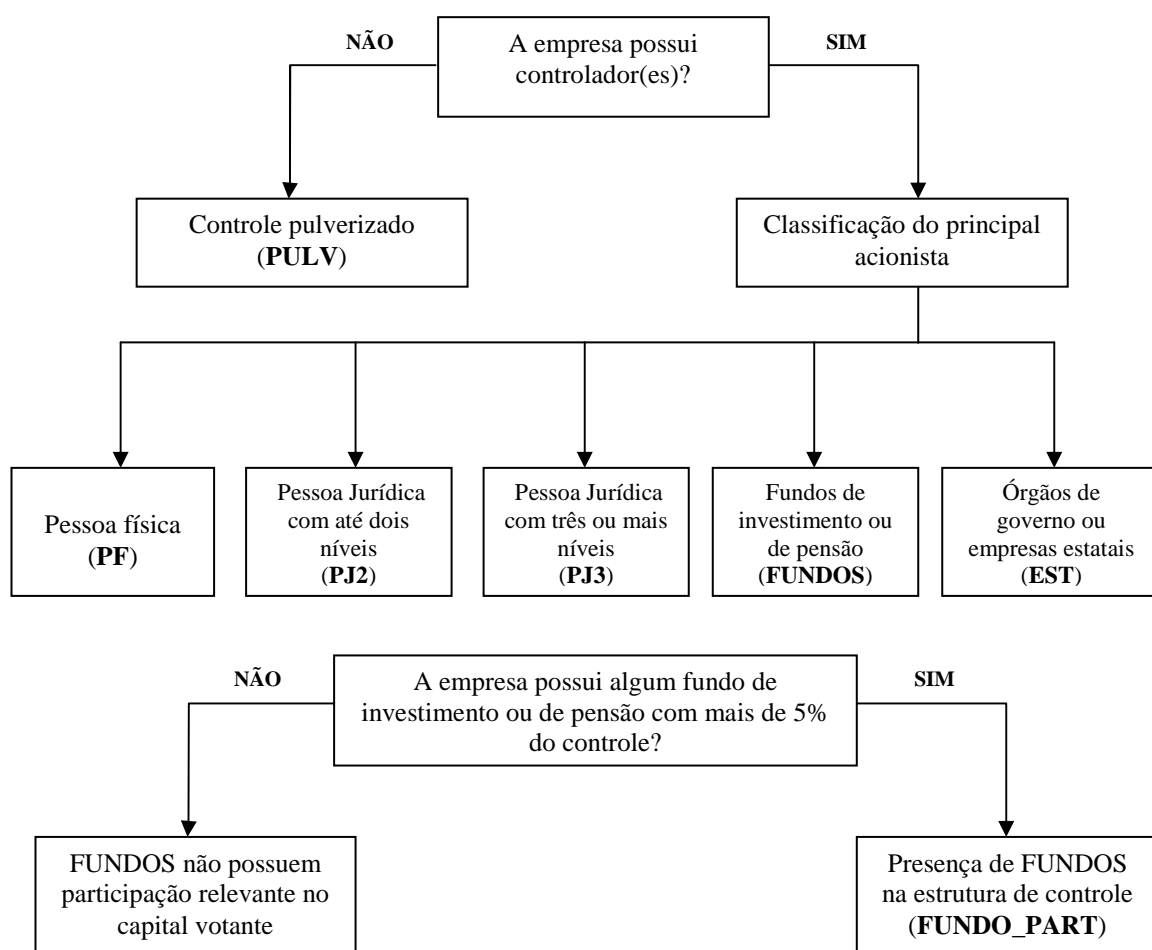
A classificação das variáveis de estrutura de propriedade obedeceu à lógica das alíquotas diferenciadas de tributação no recebimento de JSCP. Foram analisadas as estruturas diretas e indiretas de propriedade, seguindo a metodologia de Bortolon e Leal (2010). A finalidade dessa aplicação metodológica é compreender, além da participação direta na investida, a composição dos acionistas no segundo e nos demais níveis. Em muitos casos, os acionistas obtêm participações substanciais por vias indiretas, controlando outras empresas que possuem participações na investida, formando uma estrutura de controle em pirâmide. Como consequência, a participação direta pode ser apenas uma fração da participação total mantida por um agente sobre uma empresa, o que poderia ensejar sérios problemas de medição na variável. Este procedimento é amplamente utilizado em estudos envolvendo estrutura de propriedade no Brasil (ver Bortolon e Leal, 2010; para maiores detalhes sobre a formação dessas participações indiretas, normalmente sob a forma de grupos de negócios (*business groups*), ver Almeida e Wolfenzon, 2006).

A investigação prosseguiu até o acionista último da cadeia de participações, normalmente caracterizado por uma pessoa física, uma sociedade limitada ou uma empresa com sede no exterior. Como já mencionado, utilizou-se, para a coleta dos dados de estrutura de propriedade, o sistema InfoInvest, que apresenta informações integradas da cadeia de proprietários, até o acionista último, o que facilita a identificação de participações indiretas.

Como no Brasil são permitidas emissões de ações sem direito a voto, foram coletadas as participações de duas formas distintas: i) participação no controle, que é a proporção de ações com direito a voto mantida pelo controlador sobre o total de ações com direito a voto da empresa; ii) participação no capital total, que é a participação do total de ações (com ou sem

direito a voto) mantida pelos controladores sobre o total de ações da empresa. À razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total deu-se o nome de **CONTROLE_CAPTOTAL**. A ideia por trás da utilização dessa variável é capturar a influência dos desvios de direitos entre o controle e os fluxos de caixa, o que é um potencial problema já diagnosticado no código de boas práticas teóricas do IBGC (2009) e suportado empiricamente no trabalho de Silveira e Bellato (2006).

Para a classificação das empresas de acordo com a natureza jurídica dos acionistas, seguiu-se o esquema exposto no Quadro 2. A informação sobre a existência de controlador(es) é extraída diretamente do InfoInvest, que para fins de controle considera, além das participações diretas e indiretas, a ocorrência de acordo de acionistas, quando houver.



Quadro 2: Classificação e definição das variáveis de estrutura de propriedade

Fonte: elaborado pelo autor.

As empresas com controle pulverizado, ou seja, que não possuem a figura de um controlador ou de um bloco de controle, compõem a variável PULV. Quando há um ou mais controladores, o que corresponde à resposta “SIM” da primeira pergunta na figura anterior,

parte-se para a análise da tipificação do acionista com maior participação no controle. As empresas controladas por um ou mais acionistas pessoa física são descritas como PF. Quando uma pessoa jurídica com no máximo dois níveis até o acionista último é a principal controladora, compõe a variável PJ2. Se a pessoa jurídica for mais verticalizada, ou seja, possuir três ou mais níveis na cadeia de controle até o último acionista, ou então ser sediada no exterior, é integrada à variável PJ3. Se o controle for exercido por um clube ou fundo de investimento, carteira administrada, fundo de pensão ou qualquer outra forma associativa de investimento, constitui a variável FUNDOS. Se esses mesmos agentes figurarem entre os acionistas com mais de 5% das ações com direito a voto, a variável FUNDO_PART assume valor igual a um. Finalmente, órgãos de governo, quando controladores, constituem a variável EST.

Além da especificação das variáveis *dummy* que discriminam a natureza jurídica dos controladores, utilizou-se a variável PART_ON para medir a proporção do capital votante mantida pelos acionistas majoritários. Espera-se que o grau de concentração acionária possa influenciar as distribuições de proventos em dinheiro. Finalmente, para mensurar os desvios da relação “uma ação, um voto”, constituiu-se a variável CONTROLE_CAPTOTAL.

4.4. MODELO EMPÍRICO

O modelo genérico deste estudo é descrito por uma regressão linear múltipla, que assume a seguinte forma:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{ESTRUTURA_DE_PROPRIEDADE}_{jit} + \sum_{k=1}^p \delta_k \text{CONTROLE}_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Onde:

Y_{it} = variável dependente referente à distribuição de JSCO pela empresa i no período t ;

$\text{ESTRUTURA_DE_PROPRIEDADE}_{jit}$ = variáveis independentes de estrutura de propriedade ($j = \text{PF, PJ2, PJ3, EST, FUNDOS, FUNDO_PART, PART_ON}$ e CONTROLE_CAPTOTAL para a empresa i no período t);

CONTROLE_{kit} = variável de controle k para a empresa i , no período t ;

ε_{it} = termo de erro que mede a parcela da variável dependente não explicada pelo modelo.

4.5. CONSTRUTOS E VARIÁVEIS

A inclusão de variáveis de controle na equação (8) é importante para que a inferência sobre os coeficientes estimados das variáveis de interesse sejam os mais puros possíveis. Em outras palavras, a relação entre a estrutura de propriedade e o pagamento de JSCP deve ser considerada após o controle de outros efeitos relevantes, os quais foram inseridos com base na literatura teórica e empírica estudada. Os construtos de variáveis de controle definidos foram os seguintes:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \text{ESTRUTURA_DE_PROPRIEDAD}_{jit} + \delta_n \text{TAMANHO}_{it} + \chi_n \text{LUCRATIVIDADE}_{it} + \phi_n \text{OUTROS_BENEF_FISCAIS}_{it} + \gamma_n \text{OPORTUN_DE_INVESTIMENTO}_{it} + \lambda_n \text{GOVERNANÇ}_{it} + \omega_n \text{SETOR}_{it} + \psi_n \text{ANO} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Onde:

TAMANHO_{it} = construto de variáveis independentes que mede o tamanho da empresa i no ano t ;

$\text{LUCRATIVIDADE}_{it}$ = construto de variáveis independentes que mede a lucratividade da empresa “ i ” no ano “ t ”;

$\text{OUTROS_BENEF_FISCAIS}_{it}$ = construto de variáveis independentes que mede a obtenção de benefícios fiscais não patrimoniais da empresa “ i ” no ano “ t ”;

$\text{OPORTUN_DE_INVESTIMENTO}_{it}$ = grupo de variáveis independentes que mede as oportunidades de investimentos da empresa “ i ” no ano “ t ”;

GOVERNANÇ_{it} = grupo de variáveis independentes que mede o nível de governança corporativa da empresa “ i ” no ano “ t ”;

SETOR_{it} = variável *dummy* que discrimina o setor de atividade econômica da empresa “ i ” no ano “ t ”;

ANO = variável *dummy* que controla para os efeitos do ano.

A descrição das variáveis e a motivação para utilização dos construtos de controle são evidenciadas na Tabela 9. Nela, são expostas as principais variáveis utilizadas no presente estudo, além da literatura que é utilizada como referência para sua utilização.

4.5.1. VARIÁVEIS DEPENDENTES

$JSCP_BIN_{it}$ é uma variável binária que assume valor igual a 1 se a empresa “ i ” distribuiu JSCP no ano “ t ”, e zero caso contrário;

$JSCP_AT_{it}$ é o montante de JSCP distribuído pela empresa “ i ” no período “ t ”, dividido pelo Ativo Total (AT) da empresa. Optou-se pela normalização da variável dependente pelo AT porque este oscila relativamente pouco ao longo do tempo, e por ser também utilizado para normalizar diversas variáveis independentes;

$JSCP_LPA_{it}$: é o montante de JSCP distribuído pela empresa “ i ” no período “ t ”, dividido pelo Lucro por Ação (LPA) da empresa. Essa variável foi utilizada no trabalho de Bortolon e Leal (2010);

$JSCP_DIV_{it}$: é o montante de JSCP distribuído pela empresa “ i ” no período “ t ”, dividido pelos proventos totais (JSCP + Dividendos) em dinheiro da empresa. Essa variável foi utilizada no trabalho de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010);

$JSCP_JSCP^*_t$: é o montante de JSCP distribuído pela empresa “ i ” no período “ t ”, dividido pelo limite permitido pela legislação em vigor (JSCP*). Essa variável é uma inovação deste trabalho e leva em conta a TJLP acumulada do ano corrente e os critérios definidos na Tabela 6.

4.5.2. VARIÁVEIS INDEPENDENTES

PF_{it} é uma variável *dummy* que assume o valor “1” se o controle da empresa investida é composto por uma ou mais pessoas físicas e “0” caso contrário. A inclusão desta variável está calcada na Lei nº 9.430/1999, que determinou o recolhimento de imposto de renda na fonte à alíquota de 15%, não compensáveis. Espera-se que o coeficiente estimado desta variável assumira valor positivo, pois sempre é pecuniariamente preferível para o acionista pessoa física uma distribuição de proventos sob a forma de JSCP *vis-à-vis* uma distribuição de dividendos.

$PJ2_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” para empresas com dois ou menos na estrutura de propriedade da investida, e “0” caso contrário. Neste grupo estão incluídas as empresas cujo acionista último (controlador) possua no máximo uma pessoa jurídica entre a investida e ele próprio. Como exemplo de empresas pertencentes a este grupo estão aquelas controladas por uma empresa familiar, cujos acionistas principais são PFs, ou uma sociedade de participações, controlada também por pessoas físicas. Como já visto,

quanto maior for o número de PJs na estrutura vertical de controle, potencialmente maior é o ônus tributário do controlador, em virtude da incidência de PIS e COFINS sobre as receitas totais da empresa (que incluem as receitas financeiras, onde está enquadrado o recebimento dos JSCP). Controladores com no máximo uma PJ na estrutura de controle ainda assim gozam de benefícios tributários com a distribuição de JSCP, motivo pelo qual o sinal esperado para o coeficiente desta variável é também positivo.

PJ3_{it} é uma variável *dummy* que assume o valor de “1” quando o controlador possui duas ou mais empresas na estrutura vertical de controle, e “0” caso contrário. Espera-se que o efeito da tributação em cascata desiniba este tipo de controlador a distribuir JSCP por meio da controlada, pois isso reduziria o seu benefício líquido. Aqui também estão enquadradas as empresas controladoras com sede no exterior, em paraísos fiscais ou não, mas que não fornecem informações quanto à sua estrutura de propriedade pelo sistema Infoinvest.

EST_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” para empresas controladas por algum órgão da administração pública, e “0” caso contrário. Esta variável é incluída no modelo para testar evidências encontradas na literatura de que as empresas estatais distribuem mais proventos em dinheiro do que as demais (Bortolon e Leal, 2010).

FUNDOS_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” se o controlador for um Fundo ou Clube de Investimentos, Carteiras Administradas e qualquer outra forma de investimento associativo ou coletivo, e “0” caso contrário. A inclusão desta é justificada pela Lei nº 9.532/97, Art. 28, que estabelece alíquota zero de IRRF para esses investidores. Em função desse importante incentivo tributário, espera-se que as empresas controladas por acionistas dessa natureza distribuam mais JSCP que as demais, *ceteris paribus*.

FUNDO_PART_{it} é uma variável *dummy* que assume o valor “1” quando a empresa “*i*” possui no período “*t*” alguma entidade associativa de investimento (clubes de investimentos, fundos de investimentos, carteiras administradas, entidades fechadas de previdência complementar, etc.) com mais de 5% do total das ações com direito a voto. Justifica-se a inclusão desta variável pelos incentivos fiscais que a legislação prevê a esse grupo no pagamento de JSCP e, conseqüentemente, pelo incentivo monetário que eles têm em induzir a empresa investida a distribuir o maior montante possível de proventos sob a forma de JSCP. Além disso, a presença desses investidores na estrutura de controle pode exercer um efeito-incentivo altamente benéfico aos acionistas, o que é também conhecido por ativismo dos fundos de pensão (Punsvuo, Kayo e Barros, 2007).

$PART_ON_{it}$ é a proporção do capital votante mantida pelo controlador da empresa “ i ” no período “ t ”. Esta variável mede o grau de concentração acionária do controlador e permite avaliar o impacto do tamanho dessa participação na distribuição de proventos em dinheiro das companhias brasileiras de capital aberto.

$CONTROLE_CAPTOTAL_{it}$ é a razão entre a participação do capital votante sobre o capital total da empresa “ i ” no período “ t ”. Esta variável é uma tentativa de medir os desvios de direito sobre o controle e o fluxo de caixa, bastante similar ao que foi utilizado no estudo empírico de Silveira e Bellato (2006). Os potenciais problemas decorrentes da dissonância entre participação no controle e participação nos fluxos de caixa são abordados de forma teórica pelo IBGC (2009), e podem influenciar tanto a propensão quanto o montante de distribuição de JSCP.

$LOGAT_{it}$ é o logaritmo dos Ativos Totais (AT) da empresa “ i ” no ano “ t ”. Estudos anteriores encontraram evidências positivas entre o tamanho da empresa, medida pelo logaritmo dos ativos totais, e a distribuição de JSCP (Boulton, Braga-Alves e Shastri, 2010). Além disso, empresas maiores tendem a atrair gestores com maior capital humano e a ter setores internos ou terceirizados especificamente para aplicar estratégias de minimização de despesas tributárias, o que pode ensejar uma maior propensão a distribuir JSCP, portanto.

$EBITDA_AT_{it}$ é a razão entre o EBITDA (sigla inglesa que caracteriza os lucros antes dos juros, depreciações e impostos) e o Ativo Total da empresa “ i ” no período “ t ”. Esta variável representa uma medida de lucratividade, normalizada pelo AT da firma. A justificativa para a inclusão desta variável é poder avaliar os efeitos da lucratividade no ano corrente sobre a decisão de distribuição de proventos.

ROA_{it} é a razão entre o LPA (lucro por ação) e o Ativo Total da empresa “ i ” no período “ t ”. Analogamente à variável EBITDA_AT, representa também uma medida de lucratividade, porém levando-se em conta o LPA. A justificativa para a inclusão desta variável é poder comparar seus efeitos sobre a variável dependente com outras medidas de lucratividade, sendo utilizada na seção de robustez dos resultados.

$RES_LUCROS_AT_{it-1}$ é a razão entre a soma das contas do Patrimônio Líquido denominadas “Reserva de Lucros” e “Lucros Acumulados” ao fim do ano fiscal anterior e os Ativos Totais da empresa no ano corrente. Como a distribuição dos JSCP pode se dar por meio de recursos mantidos nessas rubricas (mesmo não havendo lucro no período corrente), espera-se que a propensão a distribuir JSCP cresça linearmente com essa variável.

$DESPFIN_AT_{it}$ é a razão entre as despesas financeiras e o AT da empresa “ i ” no período “ t ”. Como o pagamento de juros é dedutível para fins fiscais, quanto maiores forem as despesas financeiras como proporção do AT, menor tenderá a ser o benefício fiscal da utilização de JSCP, *ceteris paribus*. A utilização dessa variável segue o trabalho de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010).

$DEPREC_AT_{it}$ é a razão entre a Depreciação e o Ativo Total da empresa “ i ” no período “ t ”. Analogamente às despesas financeiras, as despesas com depreciação de ativos financeiros, mesmo não se materializando em uma saída efetiva de caixa, também reduzem a base de cálculo dos impostos corporativos. Espera-se, portanto, que quanto maior for esta variável menor será o benefício fiscal da empresa em distribuir JSCP.

$ALAV_{it}$ é a Alavancagem Financeira da empresa “ i ” no período “ t ”, medida pela razão entre o passivo exigível total e o AT da empresa. Quanto mais alavancada for uma empresa, maiores serão suas despesas financeiras, *ceteris paribus*. Como o pagamento de JSCP é justificado por questões fiscais, espera-se que as empresas mais alavancadas já absorvam boa parte do benefício fiscal do pagamento de juros com as suas dívidas. Nesse cenário, a propensão a pagar JSCP seria menor, exatamente porque o seu benefício (redução da base tributária) pode ser muito pequeno ou, no limite, zero. A utilização desta variável segue os trabalhos de Zani e Ness Jr (2001) e Gugler e Yurtoglu (2003).

$PVPA_{it}$ é a razão entre o Preço e o Valor Patrimonial por Ação (VPA) da empresa “ i ” no período “ t ”. Esta variável é amplamente utilizada na literatura de finanças corporativas para medir oportunidades de investimento, vez que múltiplos de preço muito acima do valor patrimonial das ações implicam uma expectativa muito favorável quanto aos resultados da empresa no futuro. Em geral, quanto maiores forem as oportunidades de investimento (maior P/VPA), menores tendem a ser as distribuições de proventos em dinheiro, por isso optou-se por incluir essa variável no modelo.

$NI_N2_NM_{it}$ é uma variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa está listada em alguns dos níveis (Nível I, II ou Novo Mercado) do segmento de Governança Corporativa da BM&F Bovespa, e “0” caso contrário. Para evitar uma inferência errônea, esta variável binária passa a valer “1” somente a partir do ano em que a empresa aderiu ao segmento de Governança da Bovespa, ou seja, ela leva em consideração a data de adesão de cada empresa às novas regras da bolsa brasileira. A justificativa para incluir essa variável no modelo é que se trata de uma adesão voluntária da empresa a um conjunto mais rígido de exigências de transparência e *disclosure*, que pode se traduzir em políticas e práticas pró-acionistas

minoritários. Por isso, a expectativa é que o coeficiente estimado dessa variável assumira valor positivo.

$N2_NM_{it}$ é uma variável *dummy* que assume o valor “1” se a empresa está listada no Nível II ou no Novo Mercado da BM&F Bovespa, e “0” caso contrário. Optou-se por incluir essa variável complementarmente à $NI_N2_NM_{it}$ pelo fato de o Nível I de Governança Corporativa ser bastante similar ao Mercado Tradicional, ou seja, o benefício marginal dos acionistas minoritários com a adesão da empresa ao Nível I tende a ser muito pequeno. Enquanto isso, as exigências legais do Nível II e do Novo Mercado são mais rigorosas, por isso espera-se que esta variável possa eventualmente impactar os modelos estimados de forma diferente da variável anterior.

ADR_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” se e a partir do momento que a empresa passa a listar seus ativos na NYSE – New York Stock Exchange. A motivação da inclusão desta variável é que as empresas que listam seus ativos na bolsa de valores americana estão submetidas às regras da *Security Stock Exchange* (SEC), mais rígidas em termos de governança e transparência que as mantidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Logo, por divulgarem seus relatórios financeiros e terem de prestar contas à SEC, supõe-se que a maior rigidez e a maior necessidade de aderir aos padrões internacionalmente aceitos de governança podem exercer um efeito positivo na distribuição de JSCP.

$SETOR_{it}$ é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” para o setor principal de atuação econômica da empresa “ i ” no período “ t ”. Assumiu-se o setor Agricultura e Pesca como a categoria base ou de referência (valor “0”). Justifica-se a inclusão de *dummies* para os diversos setores da economia como uma forma de controlar para as especificidades setoriais na distribuição de JSCP, uma vez que a heterogeneidade setorial é bastante grande na distribuição de JSCP (ver Tabela 8).

ANO_{it} é uma variável *dummy* que assume valor igual a “1” para a observação da empresa “ i ” no período “ t ”. Assumiu-se o ano de 1997 como base ou referência (valor “0”). Justifica-se a inclusão de *dummies* para os diversos anos como uma forma de expurgar a influência dos anos sobre os resultados estimados.

β_j são os coeficientes a serem estimados e;

ε_{it} são os resíduos da regressão.

Tabela 9: Descrição das variáveis e motivação para utilização dos construtos de controle

| CONSTRUTO | DESCRIÇÃO | AUTORES-REFERÊNCIA | TEORIA E MOTIVAÇÃO |
|----------------------------------|--|--|---|
| DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS | | | |
| JSCP_BIN | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se a empresa distribuiu JSCP no ano corrente | | As empresas que mais se utilizam dos JSCP como forma de remuneração aos acionistas são aquelas que possuem maiores razões JSCP_AT, JSCP_LPA, JSCP_PROV e JSCP_JSCP*. |
| JSCP_AT | Razão entre o montante de JSCP e o Ativo Total no ano corrente | | |
| JSCP_LPA | Razão entre o montante de JSCP e o Lucro Líquido no ano corrente | - | |
| JSCP_PROV | Razão entre o montante de JSCP e o total de proventos distribuídos em dinheiro no ano corrente | | |
| JSCP_JSCP* | Razão entre o montante de JSCP e o máximo permitido pela legislação no ano corrente | | |
| ESTRUTURA DE PROPRIEDADE | | | |
| PF | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Física | | As empresas com estrutura de propriedade mais concentrada pagam menos dividendos do que empresas com capital menos concentrado, uma vez que um maior fluxo de caixa livre proporciona oportunidades de se expropriar minoritários. Além disso, uma vez que a legislação fiscal e societária brasileira discrimina alíquotas de IR variáveis de acordo com a natureza jurídica dos beneficiários, espera-se que a estrutura de propriedade seja um determinante significativo da distribuição de proventos em dinheiro via JSCP. |
| PJ2 | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Jurídica com até dois níveis verticais antes do último acionista | | |
| PJ3 | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Jurídica com três ou mais níveis verticais antes do último acionista | | |
| FUNDOS | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é uma entidade associativa de investimentos | Silva (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010) | |
| EST | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é um órgão do governo ou uma empresa estatal | | |
| PART_FUNDOS | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se há alguma entidade de investimento associativo com 5% ou mais do capital votante | | |
| PART_ON | Proporção do capital votante total em posse do principal controlador | | |
| CONTROLE_CAPTOTAL | Razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total | | |
| TAMANHO | | | |
| TAM | Logaritmo Natural do Ativo Total | Fama e French (2001), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Chastri (2010), Ferreira Jr <i>et al.</i> (2010) | O tamanho das empresas é positivamente relacionado com os dividendos. Adicionalmente, a distribuição de JSCP <i>vis-à-vis</i> dividendos pode estar relacionada com o tamanho das firmas. |
| LUCRATIVIDADE | | | |
| EBITDA_AT | Razão entre o EBITDA e o Ativo Total no ano corrente | | Quanto mais lucrativa for a empresa, mais recursos ela possui internamente para financiar seus projetos de investimentos, e, por isso, menor tende a ser a necessidade de financiamento externo e maior tende a ser a distribuição de dividendos e JSCP. |
| RESLUCROS_AT | Razão entre o total das reservas de lucros mais lucros acumulados e Ativo Total no ano anterior | Fama e French (2001), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010), Ferreira Jr <i>et al.</i> (2010) | |
| ROA | Razão entre o lucro líquido do exercício e o Ativo Total do período inicial | | |

Continuação - Tabela 9: Descrição das variáveis e motivação para utilização dos construtos de controle

| CONSTRUTO | DESCRIÇÃO | AUTORES-REFERÊNCIA | TEORIA E MOTIVAÇÃO |
|--|---|---|---|
| BENEFÍCIOS FISCAIS NÃO PATRIMONIAIS | | | |
| DESPFIN_AT | Razão entre as despesas financeiras e o Ativo Total no ano corrente | Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010) | Uma alto grau de alavancagem aumenta os gastos das empresas com pagamento de juros, reduzindo o fluxo de caixa disponível para se distribuir proventos em dinheiro. Além disso, empresas que auferem benefícios fiscais não patrimoniais elevados tendem a ter benefícios menores ou até mesmo nulos no pagamento de JSCP. |
| DEPREC_AT | Razão entre o total de depreciação e amortização e o Ativo Total no ano corrente | | |
| ALAV | Razão entre o passivo exigível total e o Ativo Total no ano corrente | | |
| GOVERNANÇA CORPORATIVA | | | |
| ADR | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se a empresa possui ADRs na NYSE (New York Stock Exchange) | La Porta <i>et al.</i> (2000), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010) | Melhor governança corporativa ocasiona menores problemas de agência, e, portanto, reduz a necessidade de se distribuir dividendos. Por outro lado, empresas comprometidas com melhores práticas podem distribuir uma fração maior de seus lucros aos acionistas, além de uma distribuição qualitativamente melhor. |
| N2_NM | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se a empresa está listada no nível 2 ou no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa | | |
| N1_N2_NM | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" se a empresa está listada em algum dos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa | | |
| OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTOS | | | |
| P/VPA | Razão entre o preço da ação e seu valor patrimonial | Fama e French (2001), Truong e Heaney (2007), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010), Ferreira Jr <i>et al.</i> (2010) | A distribuição de proventos em dinheiro é inversamente proporcional às oportunidades de investimento ou crescimento, uma vez que as empresas com mais projetos de VPL positivo possuem um custo de oportunidade maior em se distribuir dividendos ou JSCP, ainda mais em ambientes caracterizados por restrições de acesso a capital. |
| PERÍODO | | | |
| ANO | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" para cada ano da amostra, exceto 1997 (unidade de referência) | - | - |
| SETOR DE ATIVIDADE ECONÔMICA | | | |
| SETOR | <i>Dummy</i> que assume o valor "1" para cada setor, exceto Agro e Pesca (unidade de referência) | - | - |

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir dos grupos de variáveis descritos na Tabela 9, são testadas várias especificações de modelos. A lógica de se utilizar mais de uma variável como *proxy* para um determinado construto é que os resultados se tornam mais robustos, ou menos sensíveis a arbitrariedades na seleção das variáveis. É bastante comum nos estudos empíricos que ocorram testes de robustez com *proxies* diferentes, mas que buscam medir fenômenos semelhantes.

A utilização das variáveis descritas na Tabela 9 nos modelos empíricos levou em conta ainda a análise da matriz de correlação, para evitar que variáveis muito correlatas fossem utilizadas em um mesmo modelo. A referida matriz é exposta na Tabela 10. Como esperado, as variáveis dependentes (JSPC_BIN, JSCP_AT, JSCP_LPA, JSCP_PROV, JSCP_JSCP*) apresentaram coeficientes de correlação acima de 0.7, indicando que, apesar dos diferentes denominadores, elas apresentam um grau de associação elevado. Do lado das variáveis independentes, apenas a variável alavancagem (ALAV) apresentou correlação alta com outras variáveis, o que de certa forma já era esperado. A alta correlação entre ALAV e DESPFIN_AT (0.73) decorre do fato de, quanto maior for o passivo exigível, maior é o pagamento de juros e outros encargos da dívida. Verificou-se também um coeficiente de correlação elevado e negativo entre ALAV e RESLUCRO_AT (-0.90), o que é explicado pelo fato de as reservas de lucros e lucros acumulados serem subcontas importantes do Patrimônio Líquido. Quanto maior é a alavancagem, menor é o patrimônio líquido como proporção do ativo total, e por isso essa forte associação entre as variáveis¹⁷. Como decorrência da análise dos coeficientes de correlação, optou-se por suprimir dos modelos empíricos a variável ALAV. A informação contida nesta variável já é capturada em termos de benefícios fiscais não patrimoniais (DESPFIN_AT) e a própria estrutura de capital (RESLUCRO_AT).

¹⁷ Em linha com este diagnóstico e com o princípio da parcimônia nos modelos econométricos, optou-se por suprimir a variável dependente ALAV dos modelos empíricos, visto que lá estão incluídas as variáveis DESPFIN_AT e RESLUCRO_AT. Por meio destas duas variáveis, consegue-se capturar tanto o efeito dos benefícios fiscais não patrimoniais quanto da estrutura de capital, presentes na variável ALAV.

Tabela 10: Matriz de correlação entre as variáveis

| VARIÁVEIS | JSCP BIN | JSCP AT | JSCP LPA | JSCP PRO V | JSCP JSCP * | LOGAT | EBITD A AT | RES LUCRO AT | DESP FIN AT | ALAV | DEPREC AT | ADR | N2xNM | PVPA | PF | PJ2 | PJ3 | EST | FUN DOS | FUND O PART | PART ON | CONTRO LE CAPTOT AL | |
|-------------------|-------------|------------|-------------|------------------|-------------------|-------|---------------|--------------------|-------------------|-------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------------------|------------|------------------------------|--|
| JSCP_BIN | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| JSCP_AT | 0.79* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| JSCP_LPA | 0.87* | 0.77* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| JSCP_PROV | 0.89* | 0.73* | 0.86* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| JSCP_JSCP* | 0.85* | 0.88* | 0.79* | 0.76* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| LOGAT | 0.35 | 0.24 | 0.32 | 0.32 | 0.30 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| EBITDA_AT | 0.21 | 0.20 | 0.16 | 0.08 | 0.20 | 0.39 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| RESLUCRO_AT | 0.14 | 0.11 | 0.13 | 0.01 | 0.12 | 0.44 | 0.44 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| DESPFIN_AT | -0.14 | -0.13 | -0.13 | -0.10 | -0.13 | -0.28 | -0.24 | -0.63 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | |
| ALAV | -0.10 | -0.11 | -0.09 | 0.09 | -0.09 | -0.32 | -0.43 | -0.90* | 0.73* | 1.00 | | | | | | | | | | | | | |
| DEPREC_AT | 0.02 | 0.08 | 0.02 | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 0.19 | -0.04 | 0.15 | 0.06 | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| ADR | 0.29 | 0.25 | 0.30 | 0.29 | 0.23 | 0.41 | 0.15 | 0.10 | -0.09 | -0.09 | 0.19 | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| N2_NM | 0.13 | 0.10 | 0.10 | 0.11 | 0.14 | 0.15 | 0.06 | 0.05 | -0.05 | -0.05 | -0.04 | 0.08 | 1.00 | | | | | | | | | | |
| PVPA | 0.22 | 0.18 | 0.14 | 0.13 | 0.24 | 0.21 | 0.28 | 0.16 | -0.11 | -0.15 | 0.05 | 0.14 | 0.23 | 1.00 | | | | | | | | | |
| PF | -0.05 | -0.04 | -0.03 | -0.05 | -0.03 | -0.19 | -0.06 | 0.04 | -0.05 | -0.05 | -0.08 | -0.10 | 0.04 | -0.05 | 1.00 | | | | | | | | |
| PJ2 | -0.11 | -0.08 | -0.10 | -0.11 | -0.08 | -0.22 | -0.07 | -0.07 | 0.12 | 0.08 | -0.04 | -0.13 | -0.03 | -0.05 | -0.19 | 1.00 | | | | | | | |
| PJ3 | 0.07 | 0.07 | 0.05 | 0.02 | 0.05 | 0.21 | 0.15 | 0.05 | -0.08 | -0.07 | 0.18 | 0.11 | -0.08 | 0.06 | -0.30 | -0.49 | 1.00 | | | | | | |
| EST | 0.09 | 0.05 | 0.08 | 0.16 | 0.05 | 0.25 | -0.04 | 0.07 | -0.11 | -0.06 | -0.16 | 0.13 | 0.00 | -0.01 | -0.10 | -0.16 | -0.26 | 1.00 | | | | | |
| FUNDOS | 0.06 | 0.04 | 0.06 | 0.09 | 0.07 | 0.10 | -0.01 | -0.06 | 0.06 | 0.07 | 0.00 | 0.07 | 0.10 | 0.08 | -0.09 | -0.14 | -0.23 | -0.08 | 1.00 | | | | |
| FUNDO_PART | 0.08 | 0.09 | 0.09 | 0.11 | 0.09 | 0.12 | 0.00 | 0.02 | -0.02 | -0.01 | 0.02 | 0.09 | 0.10 | 0.03 | -0.10 | 0.01 | -0.14 | -0.06 | 0.47 | 1.00 | | | |
| PART_ON | -0.04 | -0.03 | -0.03 | -0.01 | -0.04 | 0.02 | -0.04 | -0.04 | 0.01 | 0.04 | -0.01 | -0.07 | -0.17 | 0.00 | -0.22 | 0.03 | 0.22 | 0.16 | -0.08 | -0.17 | 1.00 | | |
| CONTROLE_CAPTOTAL | 0.08 | 0.06 | 0.06 | 0.08 | 0.07 | 0.05 | 0.05 | -0.01 | 0.07 | 0.06 | 0.07 | 0.19 | -0.04 | -0.07 | 0.02 | 0.13 | -0.06 | -0.11 | -0.03 | 0.04 | -0.03 | 1.00 | |

Nota: * representa correlação do par de variáveis acima de 0.70.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4.6. UTILIZAÇÃO DE DADOS EM PAINEL

Conforme Nakamura *et al.* (2007), a vantagem do método de painel, que combina dados de corte transversal com séries temporais, é que ele consegue eliminar o efeito de variáveis omitidas, mesmo sem observá-las de fato, através do estudo de variações na variável dependente ao longo do tempo, se forem constantes. Para Hsiao (1986), a utilização de dados agrupados em painel (empilhamento de séries temporais e dados de seção transversal) é justificada por permitir a utilização de um maior número de observações, aumentando os graus de liberdade, reduzindo a colinearidade entre as variáveis exógenas, assim como um potencial viés de variável omitida.

De acordo com Baltagi (1999), com a análise de empresas de diferentes setores consegue-se obter uma estimação mais eficiente dos parâmetros com pressupostos menos restritivos. Também pode-se detectar de forma mais acurada as diferenças entre as empresas ou grupo de empresas, ou seja, a heterogeneidade. É possível também observar a dinâmica das variáveis explicativas ao longo do tempo.

A estimação de painel com dados censurados, ou seja, com o acúmulo de observações em um determinado limite, é tendenciosa e inconsistente pelo método dos mínimos quadrados ordinários (Wooldrige, 2002). Como a distribuição de JSCP não pode assumir valores negativos e muitas empresas distribuem proventos apenas sob a forma de dividendos, há acúmulo de observações em zero. Por essa razão, propõe-se estimar o modelo de painel através de dois modelos não lineares, baseados na maximização da função de verossimilhança, que são o Probit e o Tobit. O painel de dados utilizado é estático, por um motivo bastante singular: se a decisão de se distribuir JSCP depende da situação financeira da firma e das potenciais reduções de despesas tributárias no ano fiscal em questão, não há que se considerar uma dependência grande entre a variável dependente e suas defasagens.

Quanto à estimação de dados em painel, podem ser utilizados modelos de efeitos fixos ou aleatórios. O modelo de efeitos fixos considera que a heterogeneidade característica de uma empresa ou grupo de empresas é constante e impacta somente no intercepto, tanto em um determinado instante quanto ao longo do tempo. Já o modelo de efeitos aleatórios considera a heterogeneidade das empresas como variável, impactando nos resíduos da regressão.

$$Y_{it} = x'_{it} \beta_{it} + \gamma_t + \eta_i + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T \quad (10)$$

O coeficiente γ_i representa a heterogeneidade devido ao fator tempo; η_i representa a heterogeneidade devido ao fator empresa (corte transversal). Se η_i for constante, obtêm-se o modelo com efeito fixo. Por outro lado, se η_i for variável, obtêm-se o modelo com efeito aleatório.

As equações deste estudo foram estimadas por modelos de efeitos aleatórios. Estimacões pelo método da máxima verossimilhança (como Probit e Tobit) permitem apenas modelos de painel com efeitos aleatórios¹⁸. Para utilizar o modelo de efeitos fixos, o método de estimação deveria ser baseado nos mínimos quadrados (indiretos, generalizados, de dois estágios, etc). Como já dito, essa escolha não convém quando se trabalha com dados censurados, sendo que a variável binária de distribuição de JSCP concentra cerca de 74.7% de suas observações totais em zero (ver Tabela 12). Além disso, a utilização de variáveis binárias reduz os graus de liberdade significativamente (Gujarati, 2006, p. 520). Como o controle por setor e ano é realizado através de variáveis dicotômicas, seriam perdidos 31 graus de liberdade (20 *dummies* para setor mais 11 *dummies* para ano). Em terceiro lugar, o modelo de efeitos fixos aumenta o número de variáveis no modelo, aumentando o risco de multicolinearidade, o que pode dificultar uma estimação exata de um ou mais parâmetros (Gujarati, 2006).

4.6.1. MODELO PROBIT

Para mensurar a probabilidade de uma firma pagar JSCP, a variável dependente também é transformada em variável *dummy*, sendo igual a 1 (firmas que distribuíram JSCP no ano) ou zero (todas as demais). Para estas estimacões, são utilizadas regressões Probit.

Nos modelos Probit, assume-se que a função de distribuição acumulada (FDA) da variável dependente é normal, ou seja, que o efeito de uma variação unitária em X (neste caso, as variáveis independentes) sobre a probabilidade de $Y = 1$ (se a empresa distribuiu dividendos no ano corrente) é normalmente distribuída.

Na estimação, alguns aspectos importantes foram considerados. Em modelos com uso de variáveis binárias deve-se estabelecer uma categoria para a qual não se designa uma variável *dummy*. Essa categoria é chamada de base, referência, de controle, de comparação ou omitida (GUJARATI, 2004). Com isso, consideraram-se as empresas com controle pulverizado (PULV) como unidade de referência, e o seu resultado médio deve ser

¹⁸ Honoré (1992) sugeriu um estimador semi-paramétrico para modelos Tobit de efeitos fixos. Porém, Wooldrige (2002) alerta que estimativas com efeitos fixos não condicionados são enviesadas.

interpretado no coeficiente linear da regressão. Da mesma forma, nos modelos com controle para ano e setor, foram definidos o ano de 1997 e o setor de Agropecuária e Pesca como unidades-base.

4.6.2. MODELO TOBIT

Conforme Wooldrige (2002), os modelos de probabilidade linear possuem desvantagens quando aplicados em variáveis estritamente positivas, com o acúmulo de valores em zero. Uma das formas de contornar esse problema é utilizar um modelo Tobit, que é especialmente projetado para modelar variáveis dependentes que tenham soluções de canto.

O modelo Tobit é utilizado de maneira análoga ao modelo Probit, porém o regressando pode assumir qualquer valor positivo na sua distribuição de probabilidades. No caso em tela, esse modelo proporciona a determinação do montante de proventos distribuídos via JSCP, e não apenas a propensão, como ocorre no modelo Probit. Reitera-se que as vantagens fiscais dos JSCP são proporcionais ao montante de distribuição, logo, para um melhor entendimento do problema de pesquisa, é indispensável a análise da magnitude de distribuição.

Os modelos Tobit são amplamente utilizados na literatura quanto um subconjunto da amostra é censurada (ver, por exemplo, Truong e Heaney, 2007; Brockman e Unlu, 2009; Boulton, Braga Alves e Shastri, 2010). Isso ocorre com diversas séries financeiras, como é o caso de dividendos, onde muitas empresas optam por não distribuir lucros a seus acionistas. Nesses casos, há valores positivos para os regressores (variáveis independentes), mas não sobre os regressandos (variável dependente). Estimções baseadas em modelos de minimização do quadrado dos erros, como já visto, geram estimções não só tendenciosas, mas também inconsistentes. Ou seja, mesmo assintoticamente, as estimções dos parâmetros são problemáticas.

5. RESULTADOS

Neste capítulo são demonstrados os resultados empíricos dos modelos descritos no capítulo quatro. Primeiramente, colocam-se as estatísticas descritivas das variáveis, evidenciando, inclusive, o impacto do processo de *winsorização* sobre os *outliers*. Na análise multivariada, as tabelas de resultado são divididas entre os modelos Probit e Tobit, realizados com diferentes especificações. Por fim, a análise de robustez e sensibilidade dos resultados é colocada como fechamento do capítulo.

5.1. TRATAMENTO DOS OUTLIERS

Um dos problemas inerentes ao processo de estimação de dados é a presença de *outliers*. Como há no estudo um grande número de observações, além de empresas com situações econômicas e financeiras bastante distintas, muitas variáveis apresentam alta amplitude. Esses dados extremos, que também podem ser ocasionados pelo processo de coleta de dados, podem influenciar significativamente na estimação dos parâmetros das variáveis. Nesse sentido, seguindo a sugestão proposta por Silveira e Bellato (2006), procedeu-se com a *winsorização*¹⁹ das variáveis não categóricas, fixando os limites inferiores e superiores da distribuição em 2,5% e 97,5% (todos os valores fora desse intervalo são substituídos pelos respectivos limites, superior ou inferior). As principais estatísticas descritivas pré e pós-*winsorização* são descritas na Tabela 11.

¹⁹ Conforme Silveira e Bellato (2006), *winsorização* é um procedimento originalmente proposto pelo bioestatístico C. P. Winsor, e consiste em aparar os valores extremos (acima ou abaixo dos percentis mínimos e máximos definidos), substituindo-os pelos valores mínimos e máximos remanescentes da distribuição. Este procedimento foi utilizado em estudos recentes na área, como os de Silveira e Bellato (2006) e Brockman e Unlu (2009).

Tabela 11: Comparação entre as variáveis brutas e winsorizadas

| Variável | Sem winsorização | | | | Com winsorização (p=0.025) | | | |
|-------------------|------------------|---------|--------|-------|----------------------------|---------|-------|-------|
| | Média | Mediana | Min | Max | Média | Mediana | Min | Max |
| JSCP_BIN | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| JSCP_AT | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.03 |
| JSCP_LPA | 0.09 | 0.00 | -25.54 | 46.70 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.46 |
| JSCP_PROV | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| JSCP_JSCP* | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 33.66 | 0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.98 |
| LOGAT | 14.49 | 14.56 | 7.45 | 20.41 | 14.45 | 14.56 | 9.45 | 17.94 |
| EBITDA_AT | 0.13 | 0.13 | -2.34 | 1.15 | 0.13 | 0.13 | -0.41 | 0.32 |
| RESLUCRO_AT | 0.12 | 0.10 | -0.63 | 11.45 | 0.12 | 0.10 | -0.63 | 0.37 |
| DESPFIN_AT | 0.06 | 0.05 | -0.20 | 3.04 | 0.06 | 0.05 | 0.00 | 0.64 |
| DEPREC_AT | 0.05 | 0.03 | -0.07 | 9.33 | 0.04 | 0.03 | 0.00 | 0.16 |
| ADR | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| N2xNM | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PVPA | 1.63 | 1.01 | -16.84 | 42.16 | 1.52 | 1.01 | -0.72 | 8.07 |
| PF | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PJ2 | 0.22 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.22 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PJ3 | 0.47 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.47 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| EST | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| FUNDOS | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| FUNDO_PART | 0.24 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 0.24 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PART_ON | 0.61 | 0.59 | 0.00 | 1.00 | 0.61 | 0.59 | 0.00 | 1.00 |
| CONTROLE_CAPTOTAL | 1.56 | 1.35 | 0.00 | 3.02 | 1.56 | 1.35 | 0.90 | 2.99 |

Nota: Esta tabela mostra as estatísticas descritivas das variáveis sem o processo de *winsorização* (estatísticas à esquerda) e com o processo de *winsorização* (estatísticas à direita). Este processo consiste em substituir os *outliers* pelos valores limites da distribuição, definidos em 2,5% e 97,5% para cada variável não binária. A amostra é composta pelas empresas que distribuíram proventos em dinheiro, seja via dividendos, JSCP ou um mix de ambas. O período amostral é 1997-2008. A descrição das variáveis encontra-se na Tabela 9.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Da Tabela 11, percebe-se que a média e a mediana, muito em função do tamanho considerável da amostra, não sofreram grandes alterações nominais. Porém, como essas variáveis são padronizadas, as variações em termos percentuais podem ser significativas dentro da amostra. Já os máximos e mínimos de cada variável mostraram-se bastante sensíveis ao processo de *winsorização*. Individualmente, as variáveis mais afetadas são JSCP_LPA, JSCP_JSCP*, EBITDA_AT, RESLUCRO_AT, DESPFIN_AT, DEPREC_AT e PVPA. Com o controle da influência dos *outliers* através desse processo, os dados passaram a ocupar intervalos muito mais brandos, aparentemente mais condizentes com a realidade. Como esses valores extremos podem ser (e possivelmente são) oriundos de dados contábeis ou financeiros problemáticos, esse estreitamento das caudas inferior e superior reduz o risco de que os resultados do estudo sofram interferência de *outliers*.

5.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Após o tratamento estatístico dos *outliers*, procedeu-se para a análise mais detalhada da distribuição de probabilidades das variáveis. A Tabela 12 mostra as seguintes estatísticas

descritivas: número de observações (N), média, mediana, percentil 10%, percentil 25%, percentil 75% e percentil 90%. A média da variável *dummy* de pagamento de JSCP é 25.3%, sugerindo que a maioria (74.7%) das empresas optou pela distribuição exclusivamente de dividendos durante o período 1997-2008. Na mensuração do montante distribuído, a variável dependente JSCP_AT apresenta média de 0.5%, sugerindo que menos de 1% do ativo total é distribuído sob a forma de JSCP, em média. No que se refere ao *payout* dos JSCP (JSCP_PAYOUT), em média 6.8% do lucro líquido ajustado é distribuído aos acionistas sob a forma de JSCP. A proporção média de JSCP sobre os proventos totais (JSCP_PROV) é de 17.8%, ou seja, aproximadamente 82.2% dos proventos foram distribuídos via dividendos. Por fim, o montante de JSCP distribuído como proporção dos JSCP potenciais (JSCP_JSCP*) é, em média, igual a 16.0%. Ou seja: cerca de 84% do montante de distribuição não é aproveitado pelas empresas, em média. A amostra compreende as empresas que distribuíram proventos em dinheiro, ou seja, estão excluídas as observações com *payout* igual a zero.

Tabela 12: Estatísticas descritivas das variáveis

| Variável | N | Média | Mediana | 10% | 25% | 75% | 90% |
|-------------------|------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| JSCP_BIN | 4143 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 |
| JSCP_AT | 3983 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.02 |
| JSCP_LPA | 4070 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.30 |
| JSCP_PROV | 4143 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.94 |
| JSCP_JSCP* | 4053 | 0.16 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.82 |
| LOGAT | 4070 | 14.45 | 14.56 | 12.01 | 13.04 | 15.68 | 16.95 |
| EBITDA_AT | 3476 | 0.13 | 0.13 | 0.03 | 0.08 | 0.19 | 0.24 |
| RESLUCRO_AT | 3979 | 0.12 | 0.10 | 0.01 | 0.04 | 0.18 | 0.27 |
| DESPFIN_AT | 3650 | 0.06 | 0.05 | 0.01 | 0.02 | 0.08 | 0.13 |
| DEPREC_AT | 3733 | 0.04 | 0.03 | 0.00 | 0.02 | 0.05 | 0.08 |
| ADR | 4143 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| N2_NM | 4143 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PVPA | 2904 | 1.52 | 1.01 | 0.35 | 0.57 | 1.91 | 3.17 |
| PF | 3953 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PJ2 | 3953 | 0.22 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PJ3 | 3953 | 0.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 |
| EST | 3953 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FUNDOS | 3953 | 0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| FUNDO_PART | 4143 | 0.24 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1.00 |
| PART_ON | 3560 | 0.61 | 0.59 | 0.25 | 0.41 | 0.87 | 0.98 |
| CONTROLE_CAPTOTAL | 3560 | 1.56 | 1.35 | 1.00 | 1.02 | 1.93 | 2.56 |

Nota: Esta Tabela mostra as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo. A amostra é composta pelas empresas que distribuíram proventos em dinheiro, seja via dividendos, JSCP ou um mix de ambas. O período amostral é 1997-2008. A descrição das variáveis encontra-se na Tabela 9.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Percebe-se, pois, que as estatísticas de JSCP, tanto no que se refere à propensão quanto no que se refere ao montante distribuído, são bastante tímidas. Quanto à estrutura de propriedade, a maior parte das observações diz respeito a pessoas jurídicas. Em ordem

decrecente, encontram-se observações de empresas controladas por pessoa jurídica estrangeira ou com dois ou mais níveis entre a empresa investida e o acionista último (46.8%), pessoa jurídica com apenas um nível (21.8%), pessoa física (10.4%), órgãos de governo (8.0%) e fundos (6.1%). Apesar de as entidades associativas de investimento possuírem participação relevante em diversas empresas, em muitos casos essa participação é diminuta em relação a outros acionistas. Além disso, esses grupos coletivos de investimentos poucas vezes participam de acordo de acionistas. Isso é comprovado pela média da variável FUNDO_PART (24.1%), demonstrando que esses acionistas participam com mais de 5% do capital votante em quase $\frac{1}{4}$ das observações, porém participações majoritárias no controle acontecem em poucos casos (6.1%).

A questão que vêm à tona é se as empresas que distribuem JSCP possuem características distintas das empresas que distribuem exclusivamente dividendos. Para isso, utilizou-se de um teste de diferença de médias entre esses dois grupos, exposto na Tabela 13²⁰. Constata-se desta Tabela que as empresas que distribuem JSCP, além de maiores ($t=24.35$), possuem maior geração de caixa ($t=9.67$), menores despesas financeiras ($t=-5.71$), maior presença de ADRs ($t=19.19$), aderiram voluntariamente aos Níveis I e II de governança corporativa da BM&F Bovespa ($t=9.44$), e possuem o múltiplo valor de mercado sobre valor contábil maior ($t=15.27$).

²⁰ O teste reportado na Tabela 13 assumiu normalidade de distribuição das diferenças de médias, além de variâncias iguais. Resultados semelhantes foram encontrados supondo variâncias desiguais. Além disso, foram também calculadas estatísticas de teste não paramétricas, mediante aplicação do teste de Mann-Whitney. A única variável que perdeu significância estatística neste teste foi DEPREC_AT.

Tabela 13: diferença de média entre dois grupos de empresas

| VARIÁVEL | EMPRESAS QUE DISTRIBUÍRAM JSCP (GRUPO 1) | | | EMPRESAS QUE DISTRIBUÍRAM APENAS DIVIDENDOS (GRUPO 2) | | | DIFERENÇA DE MÉDIAS |
|-------------------|---|-------|------|--|-------|------|------------------------|
| | N | MÉDIA | DP | N | MÉDIA | DP | TESTE "t" |
| JSCP_BIN | 1040 | 1.00 | 0.00 | 3103 | 0.00 | 0.00 | - |
| JSCP_AT | 1013 | 0.02 | 0.01 | 2970 | 0.00 | 0.00 | - |
| JSCP_LPA | 1025 | 0.27 | 0.14 | 3045 | 0.00 | 0.00 | - |
| JSCP_PROV | 1040 | 0.70 | 0.31 | 3103 | 0.00 | 0.00 | - |
| JSCP_JSCP* | 1026 | 0.61 | 0.32 | 3027 | 0.00 | 0.05 | - |
| LOGAT | 1025 | 15.58 | 1.76 | 3045 | 14.06 | 1.71 | 24.35*** |
| EBITDA_AT | 877 | 0.16 | 0.08 | 2599 | 0.12 | 0.09 | 9.67*** |
| RESLUCRO_AT | 1009 | 0.11 | 0.09 | 2970 | 0.12 | 0.11 | -1.28 |
| DESPFIN_AT | 874 | 0.05 | 0.04 | 2776 | 0.07 | 0.06 | -5.71*** |
| DEPREC_AT | 948 | 0.04 | 0.04 | 2785 | 0.04 | 0.03 | 2.56** |
| ADR | 1040 | 0.31 | 0.46 | 3103 | 0.08 | 0.27 | 19.19*** |
| N2_NM | 1040 | 0.10 | 0.30 | 3103 | 0.03 | 0.17 | 9.44*** |
| PVPA | 854 | 2.15 | 1.70 | 2050 | 1.25 | 1.32 | 15.27*** |
| PF | 1005 | 0.07 | 0.25 | 2948 | 0.12 | 0.32 | -4.72*** |
| PJ2 | 1005 | 0.12 | 0.33 | 2948 | 0.25 | 0.43 | -8.48*** |
| PJ3 | 1005 | 0.53 | 0.50 | 2948 | 0.45 | 0.50 | 4.42*** |
| EST | 1005 | 0.14 | 0.35 | 2948 | 0.06 | 0.24 | 8.42*** |
| FUNDOS | 1005 | 0.10 | 0.30 | 2948 | 0.05 | 0.22 | 5.47*** |
| FUNDO_PART | 1040 | 0.31 | 0.46 | 3103 | 0.22 | 0.41 | 5.94*** |
| PART_ON | 964 | 0.61 | 0.26 | 2596 | 0.61 | 0.26 | -0.28 |
| CONTROLE_CAPTOTAL | 964 | 1.64 | 0.62 | 2596 | 1.53 | 0.59 | 4.76*** |

Nota: Esta tabela reporta as diferenças de médias das variáveis utilizadas na análise multivariada. Para efeitos de comparação, a amostra é segmentada em duas: os ativos que distribuíram proventos via JSCP (Grupo 1), o que não exclui as empresas que distribuíram também dividendos, e os ativos que distribuíram proventos via dividendos, exclusivamente (Grupo 2). O teste de diferença de médias é paramétrico (teste "t"), assumindo duas variâncias iguais. ***, ** e * denotam significância a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Além disso, a estrutura de controle apresenta com maior frequência pessoas jurídicas com estrutura verticalizada ($t=4.42$), órgãos de governo ($t=8.42$) e entidades associativas de investimento ($t=5.47$). Além disso, a presença dessas entidades coletivas de investimento com mais de 5% do capital votante também é maior no grupo das empresas que distribuem JSCP ($t=5.94$). Por outro lado, esse grupo possui em média menor participação de controladores tanto pessoas físicas ($t=-4.72$) quanto pessoas jurídicas com até dois níveis na estrutura de propriedade ($t=-8.48$). Adicionalmente, as empresas que distribuem proventos via JSCP (Grupo 1) também possuem maiores desvios entre a participação no controle e a participação no fluxo de caixa ($t=4.76$).

5.3. EVOLUÇÃO DOS JSCP (1997 A 2008)

A avaliação da série temporal das empresas que pagaram JSCP entre 1997 e 2008 leva em conta a razão entre o número de empresas constantes da amostra que distribuíram JSCP no período, e o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro. Observa-se da Figura 2 que, em 1997, da amostra estudada, apenas 6% das empresas que distribuíram

proventos em dinheiro o fizeram sob a forma de JSCP. As demais, representando 94% da amostra daquele ano, distribuíram seus lucros exclusivamente através de dividendos, não usufruindo, portanto, dos benefícios fiscais dos JSCP. Reitera-se que, em virtude de os JSCP serem imputados aos dividendos obrigatórios do art. 202 da Lei 6.404/74, não há razão pecuniária, do ponto de vista da empresa, para que seus proventos em dinheiro não fossem distribuídos dessa forma.

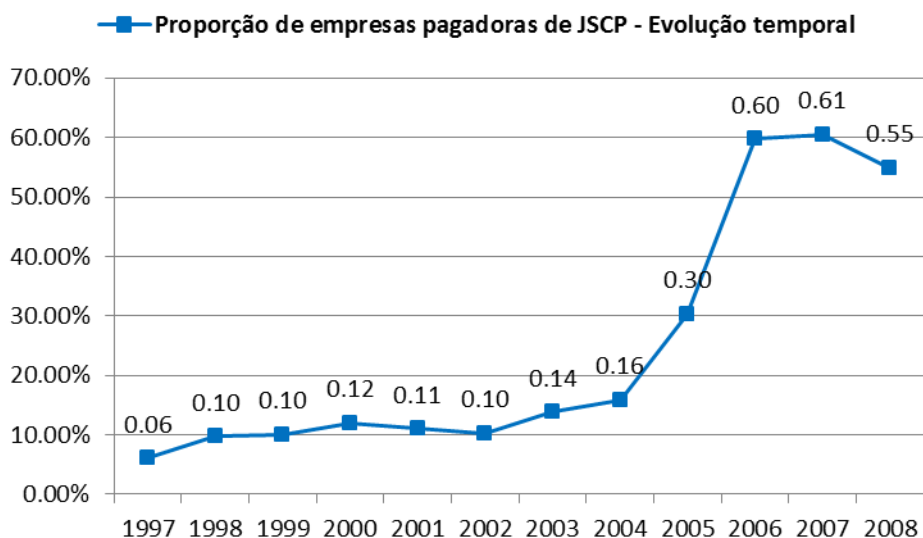


Figura 2: Evolução temporal da proporção de empresas pagadoras de JSCP

Fonte: elaborado pelo autor

Ao longo da série, conforme a Figura 2, percebe-se uma evolução crescente da proporção de empresas da amostra que optaram pela distribuição de proventos em dinheiro via JSCP, o que denota que cada vez mais empresas estão usufruindo dos benefícios fiscais proporcionados por esse mecanismo. A partir de 2006, essa proporção ultrapassou 50%, denotando que aproximadamente seis em cada dez empresas já distribuem seus lucros, ao menos em parte, sob a forma de JSCP. Esse aumento na razão de empresas pagantes desse tipo de provento enseja um melhoramento nas práticas de gestão voltadas para a maximização do valor da firma. Também é notável o crescimento da razão de empresas distribuidoras de JSCP sobre as elegíveis – que não necessariamente pagam proventos em dinheiro – na série de 1997 a 2008. Conforme a Tabela 13, o percentual de empresas pagadoras de JSCP sobre o total de empresas elegíveis era de 3,8% em 1997, passando a 31,1% em 2008. Essas informações são expostas na Tabela 14.

Tabela 14: Análise do número de empresas distribuidoras de proventos em dinheiro

| ANO | ELEGÍVEIS (A) | PROV_DIN (B) | JSCP (C) | (B) / (A) | (C) / (B) | (C) / (A) |
|------|---------------|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 1997 | 480 | 297 | 18 | 61.9% | 6.1% | 3.8% |
| 1998 | 639 | 351 | 34 | 54.9% | 9.7% | 5.3% |
| 1999 | 786 | 337 | 34 | 42.9% | 10.1% | 4.3% |
| 2000 | 798 | 349 | 42 | 43.7% | 12.0% | 5.3% |
| 2001 | 787 | 374 | 41 | 47.5% | 11.0% | 5.2% |
| 2002 | 789 | 359 | 37 | 45.5% | 10.3% | 4.7% |
| 2003 | 773 | 333 | 46 | 43.1% | 13.8% | 6.0% |
| 2004 | 766 | 365 | 58 | 47.7% | 15.9% | 7.6% |
| 2005 | 736 | 393 | 119 | 53.4% | 30.3% | 16.2% |
| 2006 | 702 | 365 | 218 | 52.0% | 59.7% | 31.1% |
| 2007 | 671 | 350 | 212 | 52.2% | 60.6% | 31.6% |
| 2008 | 628 | 355 | 195 | 56.5% | 54.9% | 31.1% |

Nota: A coluna "ELEGÍVEIS" representa o número de empresas da BM&F Bovespa elegíveis ao pagamento de JSCP, ano a ano, conforme legislação em vigor. "PROV_DIN" é o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro, independentemente do valor. "JSCP" é o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro via Juros Sobre Capital Próprio. As colunas seguintes apresentam proporções entre essas variáveis, para quantificar tanto as práticas das empresas quanto a evolução temporal conjunta dessas variáveis.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Apesar do visível aumento ao longo do tempo, ainda há um percentual muito expressivo de empresas que distribuem proventos em dinheiro mas não o fazem via JSCP, apesar das claras vantagens fiscais dessa prática. Tal fato estilizado não pode ser explicado do ponto de vista da firma – em qualquer situação, a distribuição de JSCP no lugar de dividendos reduz a cara tributária da empresa. Mas, por que então, muitas empresas distribuem seus lucros via dividendos e não via JSCP? Uma explicação reside na legislação tributária, que determina alíquotas de imposto diferenciadas conforme a natureza jurídica dos beneficiários. Na prática, quando ocorrem desvios entre o ótimo do acionista majoritário e o ótimo da firma, as decisões da empresa podem gerar expropriação de minoritários, na medida em que sua participação na empresa investida passa a valer menos do que seu preço potencial. A análise multivariada, expressa nas seções seguintes, é uma tentativa de fornecer algumas evidências empíricas com relação a essas questões.

5.4. ANÁLISE MULTIVARIADA

Esta seção relata os resultados das análises multivariadas. Primeiramente, são reportados os resultados das regressões Probit, que estimam a propensão das empresas a distribuir JSCP. Após, são elucidados os resultados das regressões Tobit, na tentativa de descobrir se as variáveis que determinam a probabilidade de uma empresa média distribuir JSCP são as mesmas que determinam o montante distribuído. A partir dessas análises, duas perguntas fundamentais são respondidas: i) quais fatores levam as empresas a distribuir

JSCP? ii) quais fatores fazem com que as empresas distribuam montantes maiores ou menores de JSCP?

5.4.1. PROPENSÃO A DISTRIBUIR JSCP

Para estimar a propensão das empresas a distribuir JSCP, utiliza-se de um modelo Probit, onde a variável dependente, JSCP_BIN, assume caráter binário (distribuição ou não de JSCP). Esses modelos estimam a influência das variáveis de estrutura de propriedade sobre a distribuição ou não de JSCP, controlando-se para os construtos lucratividade, tamanho, oportunidades de investimentos, benefícios fiscais não patrimoniais (*non equity tax shields*) e governança corporativa. Outras especificações incluem também controles para ano e setor de atividade econômica.

Os resultados das regressões Probit com dados em painel são expostos na Tabela 15. Parte-se de um modelo básico, que não inclui as variáveis de estrutura de propriedade, para modelos com um maior número de parâmetros, incluindo as variáveis de interesse. O objetivo desse procedimento é avaliar se a inclusão das variáveis de estrutura de propriedade altera a análise dos determinantes do modelo básico, e também se há aumento no grau de explicação do modelo. Optou-se por estimações com (REG_3, ..., REG_8) e sem (REG_1, REG_2) a variável PVPA porque ela limita o número de observações utilizado no modelo (N = 3287) em relação à estimação inicial sem essa variável (N = 2358). Isso se deve à falta de liquidez de alguns ativos da amostra, que não possuem informação relativa a preço nos últimos 180 dias.

Em linha com outros trabalhos empíricos abordando a escolha de distribuir dividendos (Truong e Heaney, 2007; Brockman e Unlu, 2009) e JSCP (Boulton, Braga-Alves e Shastri, 2010), encontraram-se evidências de que as empresas maiores e mais lucrativas são mais propensas a distribuir JSCP. Especificamente, os resultados da Tabela 15 sugerem que a probabilidade de uma empresa média distribuir JSCP aumenta com o tamanho do seu ativo total (LOGAT), com os lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA_AT) e com o valor de mercado sobre o valor patrimonial (PVPA). Os coeficientes dessas variáveis foram estatisticamente significantes e robustos às diversas especificações do modelo, especialmente no que se refere às duas primeiras. O efeito-tamanho encontrado na análise empírica sugere que as empresas menores, normalmente menos profissionalizadas no que se refere à gestão, tendem a distribuir menos JSCP que as maiores. Outro resultado importante é que as ações mais propensas a pagar JSCP são negociadas com múltiplos PVPA maiores, ou seja, há um prêmio no valor de mercado dessas empresas. Em outras palavras, o

mercado parece avaliar de forma positiva a distribuição de JSCP, corroborando com o fato de essa prática desonerar o custo fiscal no nível da firma e agregar valor ao acionista.

Nas regressões de número par, que incluem as variáveis de estrutura de propriedade, as variáveis PF, PJ2, PJ3, EST e FUNDOS não apresentaram significância estatística, assim como a proporção das ações com direito a voto mantidas pelos controladores (PART_ON). Por outro lado, foram encontradas evidências de que a presença de entidades associativas de investimento (FUNDO_PART) na estrutura de controle aumenta a propensão à distribuição de JSCP, especialmente nas regressões com controle de ano (REG_6) e ano e setor (REG_8). A presença desses investidores institucionais, não necessariamente com posição majoritária no controle, parece gerar um efeito-incentivo importante. Essas instituições, muitas vezes Entidades de Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), possuem uma influência considerável nas empresas investidas, mesmo quando não participam com posição majoritária. Esse resultado fortalece o argumento conhecido na literatura como ativismo dos fundos de pensão (Punsvuo, Kayo e Barros, 2007), que considera a influência desses fundos sobre diversos aspectos da firma. Já no que tange aos desvios de direito entre o controle e o fluxo de caixa (CONTROLE_CAPTOTAL), ao contrário da expectativa *a priori*, eles estão associados a um aumento de probabilidade de uma firma média distribuir seus proventos em dinheiro via JSCP. Esse resultado, de certa forma surpreendente, indica que desvios da relação “uma ação, um voto” aumentam probabilidade de uma prática de distribuição de proventos criadora de valor para a grande maioria dos acionistas.

Tabela 15 – Propensão a distribuir JSCP: modelos Probit

| VARIÁVEIS | REG_1 | REG_2 | REG_3 | REG_4 | REG_5 | REG_6 | REG_7 | REG_8 |
|---------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| CONSTANTE | -6.3608 (-10.85)*** | -6.6981 (-9.38)*** | -6.6198 (-8.55)*** | -6.7115 (-7.57)*** | -8.8773 (-9.81)*** | -8.0516 (-6.32)*** | -9.0275 (-9.57)*** | -8.9054 (-6.73)*** |
| LOGAT | 0.3481 (9.05)*** | 0.3550 (7.66)*** | 0.3374 (6.72)*** | 0.3111 (5.47)*** | 0.3883 (6.95)*** | 0.3060 (4.85)*** | 0.3776 (6.55)*** | 0.3185 (4.97)*** |
| EBITDA_AT | 2.6043 (5.28)*** | 2.1700 (3.99)*** | 1.7376 (2.74)*** | 1.4305 (2.10)** | 2.1274 (2.75)*** | 2.0959 (2.53)** | 1.7266 (2.23)** | 2.0196 (2.41)** |
| RESLUCRO_AT | 0.5659 (1.34) | 0.3760 (0.82) | 0.3588 (0.68) | 0.1407 (0.25) | 1.7369 (2.67)*** | 1.1112 (1.60) | 1.7223 (2.60)*** | 0.8877 (1.24) |
| DEPREC_AT | 0.3700 (0.31) | 1.2452 (0.96) | 1.6946 (1.20) | 2.6663 (1.80)* | 1.1468 (0.72) | 1.2596 (0.76) | 2.4737 (1.47) | 2.8538 (1.64) |
| DESPFIN_AT | -5.4934 (-6.92)*** | -6.2649 (-7.19)*** | -4.9275 (-5.21)*** | -5.1723 (-5.09)*** | -1.2895 (-1.07) | -1.4806 (-1.17) | -1.0161 (-0.84) | -1.0666 (-0.83) |
| ADR | 0.4379 (2.95)*** | 0.3093 (1.76)* | 0.3448 (1.92)* | 0.1175 (0.57) | 0.3938 (1.90)* | 0.2287 (1.00) | 0.5162 (2.44)** | 0.3584 (1.48) |
| N2_NM | 1.1744 (7.17)*** | 1.2041 (6.49)*** | 0.9797 (4.64)*** | 1.0132 (4.34)*** | 0.1858 (0.79) | 0.3157 (1.21) | 0.5503 (2.10)** | 0.6034 (2.10)** |
| PVPA | | | 0.2811 (8.26)*** | 0.2776 (7.90)*** | 0.0736 (1.83)* | 0.0873 (2.11)** | 0.0792 (2.00)** | 0.0915 (2.24)** |
| PF | | 0.3197 (1.34) | | 0.2176 (0.68) | | -0.0978 (-0.27) | | 0.5523 (1.43) |
| PJ2 | | -0.3125 (-1.43) | | -0.3953 (-1.50) | | -0.4869 (-1.60) | | -0.1730 (-0.55) |
| PJ3 | | 0.0387 (0.18) | | 0.0347 (0.13) | | 0.1662 (0.55) | | 0.1767 (0.56) |
| EST | | -0.2872 (-0.90) | | 0.5375 (1.18) | | 0.8725 (1.64) | | 0.8715 (1.60) |
| FUNDOS | | -0.3207 (-1.18) | | -0.4534 (-1.41) | | -0.3677 (-0.97) | | -0.2305 (-0.60) |
| FUNDO_PART | | 0.1332 (0.89) | | 0.2586 (1.49) | | 0.3302 (1.65)* | | 0.3580 (1.80)* |
| PART_ON | | 0.3197 (1.45) | | 0.4593 (1.69)* | | -0.3055 (-0.96) | | -0.0021 (-0.68) |
| CONTROLE_CAPTOTAL | | 0.1376 (1.75)* | | 0.2198 (2.35)** | | 0.4994 (4.56)*** | | 0.4477 (4.16)*** |
| Ativos (n) | 517 | 499 | 413 | 398 | 413 | 398 | 413 | 398 |
| Observações (N) | 3287 | 2812 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 |
| Log Verossimilhança | -1394.92 | -1225.39 | -1026.48 | -903.21 | -803.24 | -716.74 | -772.29 | -691.58 |
| Efeito Ano | Não | Não | Não | Não | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Efeito Setor | Não | Não | Não | Não | Não | Não | Sim | Sim |

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit de dados em painel, para a variável dependente JSCP_BIN^o. Esta variável assume o valor "1" se a empresa distribuiu proventos em dinheiro via JSCP, e "0" caso contrário. As regressões [REG1, REG2, ..., REG8] representam diferentes especificações do modelo. Foram inseridas, em algumas regressões, *dummies* de ano e de setor, na tentativa de capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável, são relatados o coeficiente estimado e a estatística z (em parênteses).

***, ** e * representam significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Outros resultados importantes podem ser extraídos da Tabela 15. Os primeiros modelos, mais parcimoniosos, sugerem que maiores despesas financeiras (DESPFIN_AT) reduzem a probabilidade de distribuição de JSCP. Entretanto, na medida em que outras variáveis de controle foram sendo incorporadas no modelo, a significância estatística desse resultado foi perdida. Fenômeno semelhante ocorre com a presença de ADRs listadas na NYSE (ADR), que apontam uma probabilidade de distribuir proventos sob a forma de JSCP. Quando inseridas as variáveis de estrutura de propriedade, a significância estatística desse resultado desaparece, sugerindo que boa parte do grau de explicação da variável está contida na estrutura de propriedade das empresas. Já a presença no Nível II ou no Novo Mercado (N2_NM), segmentos especiais de governança corporativa da BM&F Bovespa, mostrou coeficientes positivos, além de estatisticamente significantes no modelo que inclui variáveis de estrutura de propriedade e controles de ano e setor (REG_8). Essas evidências sugerem que melhores práticas de governança corporativa aumentam a probabilidade de uma empresa média usufruir dos benefícios fiscais dos JSCP na hora de se distribuir proventos.

5.4.2. MONTANTE DE DISTRIBUIÇÃO DE JSCP

Após estimar a propensão das empresas em distribuir proventos em dinheiro a seus acionistas via JSCP, resta saber se o montante distribuído também é determinado pelos mesmos fatores. Uma empresa pode distribuir JSCP, porém em magnitude insuficiente ou abaixo do que seria o ponto ótimo do ponto de vista da firma e de seus acionistas. Nesse sentido, os modelos Tobit estimam a influência dos construtos estrutura de propriedade, tamanho, lucratividade, benefícios fiscais não patrimoniais, oportunidades de investimentos e governança corporativa sobre o pagamento de JSCP. A modelagem ocorreu de forma análoga aos modelos Probit, até mesmo para que pudessem ser comparáveis. Os resultados são sintetizados na Tabela 16.

Tabela 16 – Avaliação do montante distribuído de JSCP: modelos Tobit

| VARIÁVEIS | REG_1 | REG_2 | REG_3 | REG_4 | REG_5 | REG_6 | REG_7 | REG_8 |
|---------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| CONSTANTE | -0.0972 (-10.16)*** | -0.0972 (-8.40)*** | -0.0822 (-7.78)*** | -0.0823 (-6.18)*** | -0.0885 (-9.16)*** | -0.1428 (-0.11) | -0.0947 (-8.96)*** | -0.1488 (-0.11) |
| LOGAT | 0.0049 (7.82)*** | 0.0045 (6.03)*** | 0.0037 (5.33)*** | 0.0032 (3.58)*** | 0.0032 (5.56)*** | 0.0024 (3.43)*** | 0.0037 (5.68)*** | 0.0027 (3.78)*** |
| EBITDA_AT | 0.0545 (6.54)*** | 0.0475 (5.42)*** | 0.0426 (4.58)*** | 0.0392 (4.04)*** | 0.0356 (4.24)*** | 0.0393 (4.27)*** | 0.0351 (4.08)*** | 0.0414 (4.53)*** |
| RESLUCRO_AT | 0.0137 (1.94)* | 0.0104 (1.41) | 0.0059 (0.77) | 0.0035 (0.44) | 0.0205 (2.85)*** | 0.0130 (1.81)* | 0.0216 (2.99)*** | 0.0134 (1.78)* |
| DEPREC_AT | 0.0327 (1.67)* | 0.0456 (2.27)** | 0.0535 (2.63)*** | 0.0665 (3.21)*** | 0.0494 (2.92)*** | 0.0528 (3.22)*** | 0.0726 (4.08)*** | 0.0764 (4.18)*** |
| DESPFIN_AT | -0.0945 (-7.08)*** | -0.0986 (-7.20)*** | -0.0771 (-5.60)*** | -0.0773 (-5.57)*** | -0.0170 (-1.30) | -0.0165 (-1.25) | -0.0133 (-1.01) | -0.0114 (-0.84) |
| ADR | 0.0068 (2.77)*** | 0.0044 (1.55) | 0.0045 (1.84)* | 0.0014 (0.49) | 0.0053 (2.35)** | 0.0023 (0.94) | 0.0055 (2.10)** | 0.0036 (1.42) |
| N2_NM | 0.0191 (7.25)*** | 0.0193 (6.76)*** | 0.0138 (4.67)*** | 0.0143 (4.68)*** | 0.0022 (0.87) | 0.0048 (1.81)* | 0.0041 (1.57) | 0.0061 (2.15)** |
| PVPA | | | 0.0034 (7.47)*** | 0.0032 (6.95)*** | -0.0002 (-0.40) | -0.0001 (-0.23) | -0.0002 (-0.49) | -0.0002 (-0.40) |
| PF | | 0.0044 (1.13) | | 0.0012 (0.28) | | -0.0021 (-0.52) | | 0.0027 (0.66) |
| PJ2 | | -0.0053 (-1.49) | | -0.0063 (-1.70)* | | -0.0037 (-1.05) | | -0.0018 (-0.53) |
| PJ3 | | -0.0002 (-0.07) | | -0.0013 (-0.37) | | 0.0018 (0.51) | | 0.0007 (0.21) |
| EST | | -0.0019 (-0.38) | | 0.0081 (1.39) | | 0.0130 (2.54)** | | 0.0105 (1.83)* |
| FUNDOS | | -0.0058 (-1.35) | | -0.0080 (-1.81)* | | -0.0045 (-1.11) | | -0.0028 (-0.72) |
| FUNDO_PART | | 0.0047 (1.94)* | | 0.0060 (2.58)*** | | 0.0055 (2.66)*** | | 0.0060 (2.81)*** |
| PART_ON | | 0.01 (2.29)** | | 0.01 (2.20)** | | 0.00 (-0.73) | | 0.00 (-0.02) |
| CONTROLE_CAPTOTAL | | 0.00 (1.70)* | | 0.00 (2.35)** | | 0.01 (5.03)*** | | 0.00 (4.31)*** |
| Ativos (n) | 517 | 499 | 413 | 398 | 413 | 398 | 413 | 398 |
| Observações (N) | 3287 | 2812 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 |
| Log Verossimilhança | 1063.47 | 1012.06 | 1004.83 | 967.46 | 1241.14 | 1171.38 | 1271.31 | 1193.61 |
| Efeito Ano | Não | Não | Não | Não | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Efeito Setor | Não | Não | Não | Não | Não | Não | Sim | Sim |

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Tobit de dados em painel, para a variável dependente JSCP_AT. Este regressando representa o montante de JSCP distribuído com relação ao Ativo Total (AT) da empresa. As regressões [REG1, REG2, ..., REG8] representam diferentes especificações do modelo. Foram inseridas, em algumas regressões, *dummies* de ano e de setor, na tentativa de capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. Para cada variável, são relatados o coeficiente estimado e a estatística z (em parênteses).

***, ** e * representam significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

De forma geral, a análise da Tabela 16 revela que determinantes do montante de distribuição de JSCP são semelhantes aos da decisão de se distribuir ou não proventos via JSCP. Não surpreendentemente, os resultados estatisticamente mais robustos advêm das variáveis de tamanho (LOGAT) e lucratividade (EBITDA_AT). O efeito tamanho pode estar relacionado ao maior grau de profissionalização da gestão empresarial e às economias de escala, entre outras características das empresas maiores. No que diz respeito à lucratividade, os lucros no ano corrente (EBITDA_AT) parecem determinar o montante de distribuição mais do que os lucros acumulados (RESLUCRO_AT). Quanto a esta, percebe-se que a inclusão das variáveis de estrutura de propriedade afeta a significância estatística de seu coeficiente (REG_6, REG_8), sugerindo que parte do seu efeito pode ser atribuída às diferenças na estrutura de propriedade das empresas. Esse resultado é particularmente importante porque revela a importância da especificação dos modelos econométricos e os efeitos que variáveis omitidas podem ocasionar no processo de estimação.

Ainda como comentários dos resultados, a inclusão progressiva de variáveis de controle revela alguns resultados interessantes. Apesar de significativas a 1% nas quatro primeiras regressões, as despesas financeiras (DESPFIN_AT) e a participação nos segmentos diferenciados de governança corporativa (N2_NM) mostraram-se sensíveis à inclusão de *dummies* de ano e de setor. Apesar disso, a adesão voluntária aos dois conjuntos mais restritivos de regras de boa governança da BM&F Bovespa parece estar relacionada a uma maior distribuição de JSCP. Por fim, resultados robustos e surpreendentes foram encontrados com relação à depreciação e amortização (DEPREC_AT). Em tese, a atratividade dos JSCP diminui com a utilização de outras ferramentas de redução da base de cálculo para impostos e contribuições, como as depreciações e amortizações. Entretanto, os resultados apontam que as empresas que depreciam proporções maiores do seu ativo tendem a distribuir montantes maiores de JSCP. Esse resultado sugere que as ferramentas de planejamento tributário, quando utilizadas pelas empresas, ocorrem de forma sistemática, via mecanismos complementares, como a depreciação, amortização e os JSCP. Esse argumento refuta a hipótese de que as ferramentas de planejamento tributário são mutuamente exclusivas, ou que o uso de uma inibe a utilização de outra.

Finalmente, as empresas com controle estatal (EST), com participação de entidades associativas de investimentos com mais de 5% do capital votante (FUNDO_PART) e com maiores desvios de direito entre o controle e o fluxo de tendem a distribuir JSCP em maior magnitude que as demais. Os resultados referentes ao controle estatal são bastante

semelhantes aos do estudo de Bortolon e Leal (2010), porém estes autores analisam a apenas a distribuição total de proventos, o que inclui os dividendos. Já a presença de formas associativas de investimentos no capital votante, como fundos de pensão, fundos de capital de risco, fundos de investimentos, entre outros, parece incitar maiores distribuições de JSCP, em linha com as vantagens tributárias evidenciadas para esses acionistas. Além disso, esse resultado corrobora também com a literatura que atenta para o ativismo dos fundos de pensão no Brasil, que podem exercer tanto melhores práticas de governança corporativa quanto um melhor monitoramento das atividades dos executivos (Punsuvo, Kayo e Barros, 2007).

5.5. ROBUSTEZ DOS RESULTADOS

Como é usual nos trabalhos empíricos em finanças, propõe-se uma análise de sensibilidade dos resultados evidenciados até aqui. A análise de robustez compreende testes com *proxies* e especificações diferentes. A questão é saber se as conclusões baseadas nos modelos empíricos estão sujeitas a vícios ou a especificidades dos modelos e suas variáveis, sendo por isso essencial desenvolver análises de sensibilidade.

5.5.1. SUBSTITUIÇÃO DE PROXIES

O teste de robustez realizado nesta seção altera *proxies* para os construtos lucratividade, benefícios fiscais não patrimoniais, governança corporativa e estrutura de propriedade. Tendo em vista a possível dependência dos resultados à forma de medição de lucratividade, são realizadas estimativas utilizando-se o retorno sobre o ativo total (ROA) em substituição ao fluxo de caixa (EBITDA_AT). Na obtenção de outros benefícios fiscais, propõe-se a substituição das despesas financeiras (DESPFIN_AT) por uma variável *dummy* que é igual a 1 se a empresa obteve prejuízo no ano fiscal anterior, e zero caso contrário. Quando uma firma apresenta prejuízos em anos fiscais anteriores, ela pode compensar até um máximo de 30% do lucro do ano corrente, perfazendo, em muitos casos, um incentivo tributário considerável²¹. Além disso, como a depreciação e amortização (DEPREC_AT) ocorrem na maior parte sobre ativos imobilizados, seja pelo desgaste do uso ou pela obsolescência normal, optou-se por verificar seus efeitos de forma indireta, por meio da tangibilidade dos ativos (TANG). Esta variável representa a razão entre o ativo imobilizado e o ativo total.

²¹ Essa compensação referente a prejuízos fiscais de anos anteriores é também conhecida como “*carry forward*”, e representa uma alternativa de planejamento tributário para empresas com histórico recente de prejuízo fiscal.

Nos segmentos diferenciados de governança corporativa, *proxy* para transparência e práticas de gestão pró-acionistas, são incluídas as empresas listadas no Nível I, em adição aos já utilizados Nível II e Novo Mercado (N2_NM). A ideia é tentar evidenciar se a inclusão das empresas que aderiram ao Nível 1 (N1_N2_NM) altera a significância do construto governança corporativa no modelo. Considera-se que, pelo nível das exigências formais para adesão, o Nível I é mais próximo do mercado tradicional de governança, pois suas regras não são tão rígidas²². Além disso, outros trabalhos empíricos tratam os três níveis do segmento diferenciado de governança corporativa da BM&F Bovespa da mesma forma (ver Boulton, Braga-Alves e Shastri, 2010), o que pode gerar algum viés, tendo em vista que o grau de exigências aumenta em direção ao Novo Mercado.

O construto estrutura de propriedade é modificado de duas formas. Primeiro, substitui-se a participação do maior acionista (PART_ON) pela soma das participações dos dois maiores acionistas (PART_ON2). Segundo, substituem-se os desvios de direito entre o controle e o fluxo de caixa do maior acionista (CONTROLE_CAPTOTAL) pela proporção conjunta mantida pelos dois maiores acionistas (CONTROLE_CAPTOTAL2).

As novas estimações, expostas na Tabela 17, revelam pequenas mudanças nos resultados gerais. Foram replicados, tanto para modelos Probit quanto Tobit, as regressões com controle para ano e setor, que apresentaram as maiores estatísticas no que se refere ao log da verossimilhança e levam em consideração o setor de atividade econômica. Mesmo com medida de forma diferente (ROA), a lucratividade no ano corrente permanece sendo um determinante importante no que se refere à magnitude de distribuição de JSCP, significativo a 1%. As empresas com lucratividade maior também têm maior probabilidade de distribuir JSCP, porém com significância estatística de 10%. Já na obtenção de benefícios fiscais não patrimoniais, a existência de prejuízo fiscal (PREJ_FIS) parece reduzir a propensão de uma empresa média distribuir JSCP, porém a significância estatística só ocorreu no segundo modelo (REG_2). A variável tangibilidade (TANG) não foi estatisticamente significativa, sugerindo que a classificação contábil do ativo exerce influência secundária na distribuição de JSCP.

²² A adesão ao Nível I não prevê, por exemplo, obrigatoriedade de *tag along*, direito de voto às ações preferenciais em matérias de maior relevância, adesão à câmara de arbitragem, oferta de compra das ações em circulação em caso de fechamento de capital ou cancelamento de registro de negociação neste Nível. Uma discussão mais aprofundada sobre as diferenças entre os Níveis de governança corporativa pode ser encontrada em Silveira (2002) e Colombo e Galli (2010).

Na análise do construto governança corporativa, um resultado importante pode ser extraído da Tabela 17. A inclusão do Nível I do segmento diferenciado de governança corporativa (N1_N2_NM) na *dummy* de boa governança inverteu o sinal dos coeficientes da variável N2_NM nos modelos Probit e Tobit. Esse resultado fortalece o argumento de que o Nível I é um segmento de adesão com menor grau de exigências formais, o que o torna muito mais próximo do mercado tradicional do que do Novo Mercado. Nesse sentido, considerada a distribuição de JSCP uma prática que cria valor ao acionista, a probabilidade das empresas utilizarem-se dessa ferramenta cai com a listagem no Nível I e aumenta com a listagens nos Níveis II ou Novo Mercado.

Tabela 17: Análise de sensibilidade dos resultados via mudança de *proxies*, modelos Probit e Tobit

| VARIÁVEIS | MÉTODO DE ESTIMAÇÃO | | | |
|---------------------|------------------------|----------------------|------------------------|----------------------|
| | PROBIT | | TOBIT | |
| | REG_1 | REG_2 | REG_3 | REG_4 |
| CONSTANTE | -9.5873 (-10.80)*** | -14.7295 (-0.01) | -0.0906 (-10.58)*** | -0.1288 (-0.09) |
| LOGAT | 0.4226 (7.82)*** | 0.3372 (5.44)*** | 0.0040 (7.75)*** | 0.0032 (5.08)*** |
| ROA | 0.0188 (1.89)* | 0.0192 (1.68)* | 0.0005 (5.44)*** | 0.0006 (5.25)*** |
| RESLUCRO_AT | 1.3934 (2.24)** | 0.6123 (0.84) | 0.0158 (2.59)*** | 0.0096 (1.39) |
| PREJBIN | -0.4998 (-2.58)** | -0.3534 (-1.64) | 0.0006 (0.32) | 0.0020 (0.91) |
| TANG | -0.0704 (-0.19) | 0.2529 (0.58) | -0.0013 (-0.35) | -0.0012 (-0.29) |
| PVPA | 0.0967 (2.61)*** | 0.0935 (2.26)** | -0.0001 (-0.15) | -0.0002 (-0.48) |
| ADR | 0.4761 (2.41)** | 0.3925 (1.75)* | 0.0025 (1.19) | 0.0022 (1.07) |
| N1_N2_NM | -0.0433 (-0.26) | -0.2645 (-1.43) | -0.0020 (-1.26) | -0.0034 (-2.04)** |
| PF | | 0.3488 (0.90) | | -0.0025 (-0.67) |
| PJ2 | | -0.2865 (-0.90) | | -0.0048 (-1.56) |
| PJ3 | | 0.1196 (0.37) | | -0.0012 (-0.38) |
| EST | | 0.4963 (1.13) | | 0.0030 (0.68) |
| FUNDOS | | -0.1393 (-0.37) | | -0.0037 (-1.02) |
| FUNDO_PART | | 0.3094 (1.57) | | 0.0045 (2.32)** |
| PART_ON2 | | -0.7437 (-2.04)** | | -0.0053 (-1.49) |
| CONTROLE_CAPTOTAL2 | | 0.4864 (3.81)*** | | 0.0046 (3.75)*** |
| Ativos (n) | 466 | 436 | 466 | 436 |
| Observações (N) | 2811 | 2188 | 2811 | 2188 |
| Log Verossimilhança | -911.63 | -734.57 | 1652.28 | 1393.22 |
| Efeito Ano | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Efeito Setor | Sim | Sim | Sim | Sim |

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos testes de robustez utilizando proxies alternativas para os construtos lucratividade, governança corporativa e estrutura de propriedade. São estimados modelos Probit e Tobit com dados em painel, para as variáveis dependentes JSCP_BIN e JSCP_AT, respectivamente. Os modelos utilizados são controlados pelos efeitos do ano e dos setores de atividade econômica. As especificações elucidadas na tabela são aquelas que apresentam maior número de parâmetros e controles, nas quais ocorre maximização do log da verossimilhança. Para cada variável, são relatados o coeficiente estimado e a estatística z (em parênteses).

***, ** e * representam significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

Finalmente, no que se refere à estrutura de propriedade, a inclusão da variável CONTROLE_CAPTOTAL2 em substituição à variável CONTROLE_CAPTOTAL manteve o sinal positivo e estatisticamente significativo dos coeficientes. As empresas controladas por acionistas com maior participação no capital votante do que no capital total têm maior propensão e distribuem um montante maior de seus proventos sob a forma de JSCP. Esse resultado, além de surpreendente, é conflitante com os argumentos de expropriação de

minoritários e *tunneling* por meio de dividendos, uma vez que o desvio de direitos parece estar associado a uma prática criadora de valor para os acionistas.

5.5.2. SENSIBILIDADE A DIFERENTES VARIÁVEIS DEPENDENTES

Além da utilização de diferentes variáveis independentes, *proxies* para os construtos que determinam a escolha entre JSCP e dividendos nas empresas brasileiras, faz-se uma análise da sensibilidade dos resultados à variável dependente utilizada no modelo.

Nos modelos Tobit reportados até aqui, a variável dependente estimada foi o montante de JSCP distribuído no período como proporção do Ativo Total. Este tratamento ocorreu de forma a compatibilizar o regressando em escala e tratamento com os demais regressores. Os efeitos da estrutura de capital, como já mencionado, foram controlados de forma indireta com o uso das variáveis RESLUCRO_AT (-0.90) e DESPFIN_AT (0.73), que são altamente correlacionadas (coeficiente de correlação entre parênteses) com o grau de alavancagem da firma. Isso faz com que os efeitos do tamanho do endividamento e, por consequência, do patrimônio líquido, fossem controlados por essa variável.

Na literatura, algumas formas alternativas de medição de proventos totais podem ser encontradas. Uma das variáveis frequentemente utilizadas é o *payout* de proventos em dinheiro. Apesar da sua ampla utilização, Truong e Heaney (2007) alertam que essa variável pode apresentar uma variabilidade muito grande, especialmente quando os lucros são muito próximos de zero. Além disso, há a possibilidade de as empresas distribuírem proventos mesmo sem apresentarem lucro, e a variável pode assumir valores negativos.

Outra variável que mede a distribuição de proventos em dinheiro é encontrada no estudo de Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010). Os autores utilizaram como variável dependente a razão entre os JSCP e o total dos proventos distribuídos em dinheiro. Apesar de medir o percentual da distribuição efetuada via JSCP, essa variável apresenta problemas. Como a distribuição de JSCP é limitada pela legislação, empresas que distribuem de forma contundente seus lucros podem estar pagando o máximo que a legislação permite via JSCP, e o restante via dividendos. Nesse caso, quanto maior for a distribuição de lucros, menor tende a ser a razão JSCP sobre proventos totais, mesmo que a empresa utilize o montante máximo de JSCP que poderia estar sendo distribuídos a seus acionistas. Esse problema pode resultar em uma inferência errada sobre o fenômeno ora analisado.

Para eliminar ou mitigar os potenciais problemas das variáveis constantes da literatura, optou-se por criar uma variável que representasse a razão entre o que a empresa efetivamente

distribuiu e o que ela poderia ter distribuído de JSCP. Essa medida, chamada de JSCP_JSCP*, representa o quanto dos JSCP potenciais (JSCP*) foram efetivamente distribuídos (JSCP). Empresas que não usufruíram dos JSCP apresentam valor zero. Por outro lado, empresas que optaram por distribuir JSCP em montante próximo ao limite imposto pela regulação terão a variável convergindo para um.

Os modelos com controle para setor e ano foram, então, estimados com a utilização de quatro variáveis dependentes distintas: JSCP_AT, JSCP_LPA, JSCP_PROV e JSCP_JSCP*. Os resultados são expostos na Tabela 18. Desta tabela, constata-se que o tamanho dos ativos permanece sendo um determinante significativo da magnitude de distribuição de JSCP, resultado robusto a todos os modelos utilizados. As variáveis que representam o construto lucratividade (EBITDA_AT e RESLUCRO_AT) apresentaram coeficientes positivos em todos os modelos, porém a significância estatística varia conforme a variável dependente. A geração de caixa adquire uma importância maior nos modelos estimados com os regressandos JSCP_AT e JSCP_JSCP*, ao passo que as reservas de lucro se destacam nos modelos com as variáveis dependentes JSCP_LPA e JSCP_PROV.

Os resultados, expostos na Tabela 18, mostraram-se robustos às variáveis que medem os benefícios fiscais não patrimoniais. As empresas que proporcionalmente mais depreciam seu ativo (DEPREC_AT) distribuem mais JSCP, em média. Este resultado, oposto à expectativa inicial, é encontrado independentemente da variável dependente utilizada. As evidências sugerem que as empresas que se utilizam dos benefícios fiscais dos JSCP também obtêm outras deduções por meio de depreciações e amortizações. Em outras palavras, reforça-se o argumento de que as formas patrimoniais e não patrimoniais de redução da carga tributária são utilizadas de forma complementar pelas empresas, e o uso de uma não exclui a utilização de outra. Por outro lado, as empresas que possuem maiores despesas financeiras (DESPFIN_AT) tendem a pagar menos JSCP, em linha com a expectativa. Esse sinal, entretanto, não é significativo em nenhum dos modelos.

Ainda analisando a Tabela 18, o construto governança corporativa mostrou-se um determinante significativo e robusto às variáveis dependentes alternativas. As empresas que possuem ativos listados na NYSE (ADR) distribuem, em média, mais JSCP, de acordo com os modelos que não levam em conta a estrutura de propriedade (regressões de número ímpar). Todavia, quando se incluem as variáveis de estrutura de propriedade (regressões de número par), a significância estatística desaparece, nas quatro variáveis dependentes distintas. Este resultado sugere que a variável ADR é em grande parte explicado por diferenças na estrutura

de propriedade, e por isso a variável perde significância quando estas são incluídas no modelo²³. Já a variável N2_NM é positivamente relacionada com a magnitude de distribuição, inclusive com a presença das variáveis de estrutura de propriedade. A significância estatística desta variável também é robusta às variáveis dependentes alternativas. Essas evidências sugerem que as empresas listadas nos níveis mais rígidos de governança corporativa distribuem mais JSCP, independentemente da forma com que ocorre essa quantificação.

A influência da variável *proxy* para oportunidades de crescimento (PVPA) não é estatisticamente significativa nos modelos. Entretanto, quando o regressando é a quantidade distribuída como proporção do máximo permitido pela legislação (JSCP_JSCP*), a variável adquire maior relevância. O sinal positivo sugere que as empresas negociadas a múltiplos maiores usufruem mais da possibilidade legal de distribuir proventos via JSCP, e que esta prática está associada a uma melhor precificação das ações por parte do mercado.

Finalmente, as variáveis de estrutura de propriedade mostraram-se determinantes significativos e robustos às diversas formas de mensurar a distribuição de JSCP. Há evidências fracas de que a presença de pessoas físicas (PF) e de órgãos estatais (EST) como principal acionista controlador está associada a um maior montante de JSCP distribuído. Em maior intensidade, a presença de entidades associativas de investimentos com mais de 5% do controle enseja maior utilização de JSCP, com significância estatística nos quatro modelos, reforçando novamente o argumento de ativismo dos fundos de pensão (Punsuvo, Kayo e Barros, 2007). Por outro lado, as *dummies* para pessoas jurídicas (PJ2 e PJ3) como principal controlador não apresentaram significância estatística. A concentração das ações com direito a voto (PART_ON) nas mãos do maior acionista registrou coeficientes negativos, mas estatisticamente insignificantes. Por fim, os desvios de direitos, representados pela razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total (CONTROLE_CAPTOTAL), estão positivamente relacionados com os pagamentos de JSCP, com significância estatística nos quatro modelos. Em outras palavras, quando o acionista controlador possui proporcionalmente mais ações com direito a voto, a magnitude do pagamento de JSCP é maior, resultado robusto inclusive aos regressandos alternativos²⁴.

²³ A variável ADR possui algumas singularidades importantes. A primeira é que ela possui uma correlação positiva com o setor de Telecomunicações (0,4322). A segunda é que ela está negativamente associada à presença de pessoas físicas (-0,1329) e positivamente associada à presença de pessoas jurídicas com mais de um nível na estrutura de propriedade (0,1275) no controle. Por fim, a presença de ADRs é positivamente correlacionada com os desvios de direitos do acionista principal (0,1801).

²⁴ Além dessa especificação, os mesmos modelos foram testados com os desvios de direito dos dois principais acionistas (CONTROLE_CAPTOTAL2), e os resultados permaneceram inalterados.

Tabela 18: Análise de sensibilidade dos resultados a variáveis dependentes alternativas, modelos Tobit

| VARIÁVEIS | VARIÁVEL DEPENDENTE | | | | | | | |
|---------------------|----------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|-----------------------|------------------------|---------------------|
| | JSCP_AT | | JSCP_LPA | | JSCP_PROV | | JSCP_JSCP* | |
| | REG_1 | REG_2 | REG_3 | REG_4 | REG_5 | REG_6 | REG_7 | REG_8 |
| CONSTANTE | -0.095 (-8.96)*** | -0.1488 (-0.11) | -1.5139 (-10.21)*** | -1.3945 (-6.72)*** | -3.7333 (-10.22)*** | -3.5533 (-6.76)*** | -3.2044 (-10.25)*** | -5.1500 -0.13 |
| LOGAT | 0.004 (5.68)*** | 0.0027 (3.78)*** | 0.0685 (7.80)*** | 0.0613 (6.18)*** | 0.1676 (7.66)*** | 0.1389 (5.76)*** | 0.1346 (7.17)*** | 0.1153 (5.40)*** |
| EBITDA_AT | 0.035 (4.08)*** | 0.0414 (4.53)*** | 0.1938 (1.48) | 0.2880 (2.05)** | 0.0261 (0.09) | 0.2237 (0.69) | 0.9216 (3.47)*** | 1.1004 (3.88)*** |
| RESLUCRO_AT | 0.022 (2.99)*** | 0.0134 (1.78)* | 0.3132 (2.90)*** | 0.2356 (2.03)** | 0.8297 (3.21)*** | 0.4659 (1.69)* | 0.3139 1.42 | 0.0188 0.08 |
| DEPREC_AT | 0.073 (4.08)*** | 0.0764 (4.18)*** | 0.5493 (1.96)* | 0.6287 (2.17)** | 1.9560 (2.96)*** | 2.0061 (2.93)*** | 1.6997 (3.10)*** | 1.8514 (3.27)*** |
| DESPFIN_AT | -0.013 (-1.01) | -0.0114 (-0.84) | -0.3125 (-1.51) | -0.3095 (-1.43) | -0.2215 (-0.47) | -0.2109 (-0.44) | -0.5238 (-1.27) | -0.4285 (-1.02) |
| ADR | 0.006 (2.10)** | 0.0036 (1.42) | 0.0771 (2.46)*** | 0.0462 (1.31) | 0.2079 (2.72)*** | 0.0934 (1.09) | 0.1622 (2.47)** | 0.1021 (1.36) |
| N2_NM | 0.004 (1.57) | 0.0061 (2.15)** | 0.1002 (2.65)*** | 0.1030 (2.46)** | 0.2032 (2.19)** | 0.2119 (2.09)** | 0.1924 (2.42)** | 0.2509 (2.90)*** |
| PVPA | 0.000 (-0.49) | -0.0002 (-0.40) | 0.0007 (0.11) | 0.0043 (0.65) | -0.0078 (-0.51) | -0.0001 (-0.01) | 0.0169 (1.32) | 0.0206 (1.57) |
| PF | | 0.0027 (0.66) | | 0.0630 (1.05) | | 0.2057 (1.42) | | 0.2306 (1.83)* |
| PJ2 | | -0.0018 (-0.53) | | -0.0488 (-0.96) | | -0.0688 (-0.56) | | 0.0158 (0.15) |
| PJ3 | | 0.0007 (0.21) | | -0.0201 (-0.40) | | 0.0464 (0.38) | | 0.0871 (0.81) |
| EST | | 0.0105 (1.83)* | | 0.0841 (1.03) | | 0.4398 (2.23)** | | 0.2070 (1.15) |
| FUNDOS | | -0.0028 (-0.72) | | -0.0708 (-1.18) | | -0.0553 (-0.38) | | -0.0104 (-0.08) |
| FUNDO_PART | | 0.0060 (2.81)*** | | 0.0655 (2.23)** | | 0.1540 (2.14)** | | 0.1262 (1.92)* |
| PART_ON | | 0.0000 (-0.02) | | -0.0002 (-0.50) | | -0.0013 (-1.12) | | -0.0007 (-0.68) |
| CONTROLE_CAPTOTAL | | 0.0050 (4.31)*** | | 0.0442 (2.61)*** | | 0.1597 (3.91)*** | | 0.1716 (4.81)*** |
| Ativos (n) | 413 | 398 | 413 | 398 | 413 | 398 | 413 | 398 |
| Observações (N) | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 | 2358 | 2033 |
| Log Verossimilhança | 1271.31 | 1193.61 | -574.82 | -506.60 | -1162.5347 | -1050.85 | -1013.21 | -909.30 |
| Efeito Ano | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |
| Efeito Setor | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim | Sim |

Nota: Esta tabela apresenta os resultados dos testes de robustez utilizando variáveis dependentes distintas. JSCP_AT representa o montante distribuído via JSCP ponderado pelo Ativo Total. JSCP_LPA é o montante distribuído via JSCP dividido pelo Lucro Total. JSCP_PROV é a razão entre o montante de JSCP e os proventos totais distribuídos (JSCP + Dividendos). JSCP_JSCP* é a razão entre o montante de JSCP distribuído e o montante máximo permitido pela legislação, calculado com base na legislação resumida na tabela 6. As variáveis independentes são descritas no capítulo 4. Os modelos utilizados são controlados pelos efeitos do ano e dos setores de atividade econômica. Para cada variável, são relatados o coeficiente estimado e a estatística z (em parênteses).

***, ** e * representam significância estatística 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelo autor.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Como herança do processo hiperinflacionário brasileiro, que persistiu até a implementação do Plano Real, foi criada uma possibilidade de as empresas remunerarem o capital de seus acionistas, por meio dos “Juros sobre o Capital Próprio”. O objetivo era compensar o fim da correção monetária e equalizar as condições entre credores e acionistas, de forma que estes pudessem participar mais ativamente da capitalização das empresas (Silva *et al.*, 2006; Santos, 2007). Como vantagem à distribuição de dividendos, a Lei nº 9.249/1995 permitiu a dedução proporcional dos montantes pagos a título de JSCP da base de cálculo do IRRPJ e da CSLL, o que pode gerar uma desoneração tributária às empresas da ordem de 34%.

Apesar de vigentes no país desde 1º de janeiro de 1996, os efeitos reais dos JSCP sobre a riqueza dos acionistas e os motivos pelos quais muitas empresas não distribuem lucros por meio desse mecanismo ainda são pouco estudados no Brasil. Enquanto muitos estudos analisam os benefícios fiscais e a distribuição sob o enfoque estrito da empresa pagadora (Ness Jr e Zani, 2001; Boulton, Braga-Alves e Shastri, 2010), este trabalho buscou explorar a legislação tributária sob a ótica conjunta da empresa e de seus beneficiários, acionistas ou proprietários. Constatou-se que a legislação fiscal brasileira diferencia as alíquotas de recebimento dos JSCP conforme a natureza jurídica do beneficiário, criando incentivos para que esses diferentes grupos, quando presentes no bloco de controle das empresas investidas, exerçam influência nas decisões sobre distribuição de proventos em dinheiro.

Os resultados do presente estudo sugerem que a estrutura de propriedade exerce influência na distribuição de JSCP nas empresas brasileiras, mesmo com a inserção de variáveis de controle para os construtos tamanho, lucratividade, benefícios fiscais não patrimoniais, governança corporativa e oportunidades de investimentos. Foram encontradas evidências fracas de que a presença de pessoas físicas (PF) e órgãos estatais (EST) como principais acionistas aumenta a probabilidade de uma empresa distribuir JSCP. Situação semelhante, porém com maior significância estatística, ocorre quando há uma entidade associativa de investimentos com mais de 5% do capital votante, em linha com a expectativa *a priori*. Esse grupo de investidores, que inclui clubes e fundos de investimentos, entidades de previdência complementar (aberta ou fechada) e carteiras administradas, é beneficiado pela alíquota zero no recebimento de JSCP, conforme a Lei nº 9.249/95. Outro resultado importante é que o desvio de direitos, medido pela razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total, está positivamente relacionado com o montante da

distribuição de JSCP. Essa constatação enfraquece argumentos de *tunneling* e de expropriação de minoritários, vez que essa política de distribuição é criadora de valor para grande parte dos acionistas, com exceção de algumas pessoas jurídicas, cujo benefício líquido deve ser analisado caso a caso. Apesar disso, esse resultado deve ser interpretado com cautela. Uma possível explicação é que agentes econômicos beneficiados pelas alíquotas dos JSCP buscam o controle das empresas com a menor quantidade possível de capital, e na medida em que induzem uma maior distribuição de JSCP, maximizam a sua riqueza e, conseqüentemente, a dos demais. Nesse caso, a política criadora de valor não seria consequência de um comprometimento com a situação dos minoritários, mas sim da maximização do seu próprio bem-estar.

Quanto à análise de sensibilidade, os resultados referentes à estrutura de propriedade mostraram-se robustos a diversos testes, incluindo substituição de *proxies* para os construtos de controle e também a utilização de variáveis dependentes alternativas. Dentre estas, cabe ressaltar a criação da variável JSCP_JSCP*, que mede a razão entre o montante efetivamente distribuído pela empresa e o montante máximo permitido pela legislação. Por meio dessa variável, pode-se contornar uma série de problemas potenciais nas variáveis que são amplamente utilizadas na literatura, o que se caracteriza em um ganho deste estudo em termos de abordagem e profundidade de análise.

De forma geral, a investigação sugere ainda que as decisões acerca da distribuição de proventos em dinheiro são influenciadas pela estrutura de propriedade, e que essa influência está relacionada com os incentivos pecuniários criados pela legislação tributária, específica à natureza jurídica dos controladores. Parece haver, também, um efeito relacionado ao aprendizado e à absorção de boas práticas de gestão, na medida em que o percentual médio de empresas que distribuíram JSCP aumentou de 6% em 1997 para 55% em 2008.

Apesar de este trabalho contribuir teórica e empiricamente para um melhor entendimento sobre a utilização dos JSCP nas empresas de capital aberto brasileiras, muitas questões ainda permanecem sem resposta. O ambiente institucional brasileiro, marcado por uma alta e complexa carga tributária, é um dos mais propícios à execução de práticas lícitas de redução da carga tributária. Mesmo assim, muitas empresas, mesmo aquelas controladas por grupos de acionistas beneficiados diretamente pelo seu pagamento, ainda não implementaram a cultura de distribuir JSCP. Pelo mesmo motivo, pode-se estudar melhor o processo decisório e avaliar qual o grau de alcance dos controladores sobre esse processo. Além disso, estudos futuros poderão considerar também a possível influência de outros

fatores na distribuição de proventos em dinheiro, como o tamanho e a composição do conselho de administração, a indicação ou não de seus membros pelos acionistas minoritários, entre outros aspectos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALLEN, F.; MICHAELLY, R. Payout Policy. **Working paper**, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=309589>>. Acesso em 20/05/2010.

ALMEIDA, H.; WOLFENZON, D. A Theory of Pyramidal Ownership and Family Business Groups. **The Journal of Finance**, v. 61, n. 6, pp. 2637-2680, Dec-2006.

BALTAGI, B. H. **Econometrics**. 2. ed. Berlim: Springer, 1999.

BENETTI, C.; DECOURT, R. F.; TERRA, P. R. S. The practice of corporate finance in an emerging market: preliminary evidence from the Brazilian survey. **Annual Meeting of the Financial Management Association**. Orlando, 2007.

BHATTACHARYA, S. Imperfect information, dividend policy and “the bird in the hand” fallacy. **Bell Journal of Economics**, vol. 10, pp. 259-270, 1979.

BLACK, F. The Dividend Puzzle. **Journal of Portfolio Management**, vol. 2, pp. 5-8, 1976.

BORTOLON, P. M.; LEAL, R. P. C. Determinantes da Estrutura Piramidal de Controle. **Anais do 10º Encontro Brasileiro de Finanças (X EBFIn)**. São Paulo, 2010.

BOULTON, T. J.; BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Payout Policy in Brazil: Dividends versus Interest on Equity. **Anais do 10º Encontro Brasileiro de Finanças (X EBFIn)**. São Paulo, 2010.

BRASIL. Congresso Nacional. **Decreto n. 5.164**, de 30 de julho de 2004. Reduz a zero as alíquotas de Contribuição para o PIS/PASEP e da COFINS incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas à incidência não-cumulativa das referidas contribuições.

_____. **Decreto n. 5.442**, de 9 de maio de 2005. Reduz a zero as alíquotas de Contribuição para o PIS/PASEP e da COFINS incidentes sobre as receitas financeiras auferidas pelas pessoas jurídicas sujeitas à incidência não-cumulativa das referidas contribuições.

_____. **Emenda Constitucional n. 20/1998**, de 15 de dezembro de 1998. Modifica o sistema de previdência social, estabelece normas de transição e dá outras providências.

_____. **Lei Complementar n. 109**, de 29 de maio de 2001. Dispõe sobre o Regime de Previdência Complementar e dá outras providências.

_____. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

_____. **Lei n. 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.

_____. **Lei n. 9.430**, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências.

_____. **Lei n. 9.532**, de 10 de dezembro de 1997. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

_____. **Lei n. 9.718**, de 27 de novembro de 1998. Altera a legislação tributária federal.

_____. **Lei n. 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações [...].

_____. **Lei n. 10.637**, de 30 de dezembro de 2002. Dispõe sobre a não-cumulatividade na cobrança da contribuição para os Programas de Integração Social (PIS) e de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep), nos casos que especifica. [...].

_____. **Lei n. 10.833**, de 29 de dezembro de 2003. Altera a legislação tributária federal e dá outras providências.

_____. **Lei n. 11.053**, de 29 de dezembro de 2004. Dispõe sobre a tributação dos planos de benefícios de caráter previdenciário e dá outras providências.

BRAV, A.; GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. MICHAELY, R. Payout policy in the 21st century. **Journal of Financial Economics**, vol. 77, pp. 483-527, 2005.

BRITO, M. **Planejamento tributário: imposto de renda**. Vila Velha: SEDES/UVV, 1999.

BRITO, N. O.; RIETTI, R. Efeito clientela, níveis marginais de taxaço e eficiência: o caso dos dividendos no mercado acionário brasileiro. **Revista de Administração**, n. 16, pp. 33-46, 1981.

BROCKMAN, P.; UNLU, E. Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of debt. **Journal of Financial Economics**, vol. 92, n. 2, pp. 276-299, 2009.

BROCKMAN, P.; UNLU, E. Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. **Journal of Banking & Finance**, vol. 35, n. 7, pp. 1610-1625, 2011.

CANADO, V. R.; CARMO, L. U. Determinantes estratégicas na escolha do regime de tributação: lucro real, lucro presumido ou simples? In: **Estratégias societárias, planejamento tributário e sucessório**. São Paulo: Saraiva, 2009, Série GV Law.

CANELLAS, T.; LEAL, R. P. C. Evolução da estrutura de controle das empresas listadas na Bovespa entre 2004 e 2006. In: CHAUVEL, M. A.; COHEN, M. (Org.). **Ética, Sustentabilidade e Sociedade – Desafios da Nossa Era**. Rio de Janeiro: Mauad X, 1^a ed., pp. 49-68, 2009.

CARVALHO, E. R. A. **Política de Dividendos e Juros Sobre o Capital Próprio: um Modelo com Informação Assimétrica**. Dissertação (Mestrado em Administração de

Empresas) - Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas da FGV São Paulo. Fundação Getúlio Vargas, 2003.

COLOMBO, J. A.; GALLI, O. C. Governança corporativa no Brasil: Níveis de governança e rendimentos anormais. **Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão**, vol. 9, n. 4, pp. 26-37, 2010.

CIOFFI, P. L. M.; FAMÁ, R. O modelo de Ohlson e a sinalização de dividendos no mercado de capitais brasileiro. **XIII SEMEAD – Seminários em Administração**. 2010. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/13semead/resultado/trabalhosPDF/65.pdf>>. Acesso em 25/06/2011.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. 57, pp. 2741-2771, December 2002.

COSTA JUNIOR, J. V.; MARTINS, E. FILHO, R. C. S.; CARDOSO, R. L. JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei? **Congresso USP**, 2004. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/372.pdf>>. Acesso em 28/06/2011.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: fevereiro de 2010.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação n. 207**, de 13 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a contabilização dos juros sobre o capital próprio previstos na Lei n. 9.249/95.

DÉCOURT, R. F. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa**. Tese (Doutorado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul. UFRGS, 2009.

DOIDGE, C. U.S. Cross-Listings and the private benefits of control: evidence from dual class firms. **Journal of Financial Economics**, vol. 72, n.3, pp. 519-553, June 2004.

EASTERBROOK, F. H. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. **American Economic Review**, pp. 221-230, September 1984.

ECONOMÁTICA. **Banco de Dados: Cotações das ações e Ibovespa**. Versão: maio de 2010.

ELTON, E. J.; GRUBER, M. J. Marginal stockholder tax rates and the clientele effect. **Review of Economics & Statistics**, v. 52, n. 2, pp. 68-74, May 1970.

FACCIO, M.; LANG, L. H. P.; YOUNG, L. Dividends and Expropriation. **The American Economic Review**, vol. 91, n.1, pp. 54-78, 2001.

FAMA, E.; FRENCH, K. R. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, vol. 60, n.1, pp. 3-43, 2001.

FERREIRA JR., W. O.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L.; BASTOS, D. D. Evidências empíricas dos fatores determinantes das políticas de dividendos das firmas listadas

na Bovespa. **FACEF Pesquisa**, v. 13, n. 2, pp. 190-203, 2010.

GOMES, A. Going public without governance: Managerial reputation effects. **Journal of Finance**, vol. 55, n. 2, pp. 615-646, 2000.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. **Journal of Financial Economics**, Rochester: The University of Rochester, v. 60, n.1-2, pp.187-243, May 2001.

GUGLER, K.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany. **European Economic Review**, vol. 47, pp. 731-758, 2003.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HIGUSHI, H.; HIGUSHI, F. H.; HIGUSHI, C. H. **Imposto de Renda das Empresas: Interpretação e Prática**. 36ª ed. São Paulo: IR Publicações Ltda, 2011.

HONORÉ, B. E. Trimmed LAD and least squares estimation of truncated and censored regression models with fixed effects. **Econometrica**, n. 60, pp. 533-565, 1992.

HSIAO, C. **Analysis of Panel Data**. Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

IBGC – **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. São Paulo: 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em 15/05/2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, n.4, October 1976.

JENSEN, M. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review**, v.76, n. 2, pp. 323-329, 1986.

JOHN, K.; WILLIAMS, J. Dividends, dilution and taxes: a signaling equilibrium. **The Journal of Finance**, vol. 40, pp. 1053-1070, 1985.

JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Tunneling. Papers and Proceedings of the One Hundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association. **The American Economic Review**, vol. 90, n.2, pp. 22-27, May 2000.

KALAY, A. Signaling, Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, n. 15, pp. 855-869, 1980.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Law and Finance. **Journal of Political Economy**, vol. 106, n. 6, pp. 1113-1155, 1998.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANE, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. Agency problems and Dividend Policies around the World. **The Journal of Finance**, vol. 55, n. 1, pp.1-33, February 2000.

LIBONATI, J. J.; LAGIOIA, U. C. T.; MACIEL, C. V. Pagamento de Juros sobre o Capital Próprio x distribuição de dividendos pela ótica tributária. **Anais do 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade**, 2008. Disponível em: <<http://www.ccontabeis.com.br/18cbc/113.pdf>>. Acesso em 28/05/2011.

MALAQUIAS, R. F.; GIACHERO, O. S.; COSTA, B. E.; LEMES, S. Juros Sobre o Capital Próprio: uma análise envolvendo a empresa pagadora e o acionista recebedor. **UnB Contábil** – UnB, Brasília, vol. 10, n. 2, pp. 43-68, jul/dez 2007.

MARTINS, T. C. **Leis de dividendo mínimo obrigatório protegem acionistas minoritários?** Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Programa de Pós-graduação em Economia da PUC-Rio. Rio de Janeiro, 2010.

MILLER, M.; ROCK, K. Dividend policy under asymmetric information. **The Journal of Finance**, vol. 40, n. 4, pp. 1031-1051, 1985.

MILLER, M. Debt and Taxes. **The Journal of Finance**, v. 32, n. 2, pp. 261-275, 1977.

MITTON, T. Corporate governance and dividend policy in emerging markets. **Emerging Markets Review**, vol. 5, n. 4, pp. 409-426, 2004.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. **Journal of Business**, n. 34, pp. 411-433, 1961.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital. **The American Economic Review**, n. 53, n.3, pp. 433-443, 1963.

MORCK, R.; YEUNG, B. Dividend Taxation and Corporate Governance. **Journal of Economic Perspectives**, vol. 19, n.3, pp. 163-180, 2005.

MOTA, D. C.; EID JR., W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. **XXXI Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**. Rio de Janeiro, 2007.

MYERS, S. Capital structure puzzle. **The Journal of Finance**, vol. 39, n. 3, pp. 575-592, 1984.

MYERS, S.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, vol. 13, n. 2, pp. 187-221, 1984.

NAKAMURA, W. T. *et al.* Determinant factors of capital structure in the brazilian market – an analysis of the regression with data covering the period from 1999 to 2003. **Revista Contabilidade e Finanças**, n. 44, pp. 72-85, 2007.

NESS JUNIOR, W. L.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, v. 36, n.2, pp. 89-102, 2001.

NEVES, F. **A incidência da PIS e da COFINS sobre juros sobre capital próprio**. Artigo não publicado, 2007. Disponível em: www.netlegis.com.br, acesso em 06/06/2011.

NOSSA, V.; NOSSA, S. N. O impacto da distribuição de dividendos e da recompra de ações na eficiência das empresas listadas na Bovespa (1995 a 2004). **XXXI Encontro Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**. Rio de Janeiro, 2007.

POTERBA, J. Taxation and Corporate Payout Policy. **American Economic Review**, 94:2, pp. 171-89, 2004.

PRIESTLEY, R.; GARRET, I. Dividend behavior and dividend signaling. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 35, n. 2, 2000.

PROCIANOY, J. L. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, v. 31, n. 2, pp. 7-18, 1996.

PROCIANOY, J. L. A política de dividendos e o preço das ações. In: Varga, G.; Leal, R. (Org.). **Gestão de Investimentos e Fundos**. Rio de Janeiro: Financial Consultoria, 1ª ed., pp. 139-164, 2006.

PROCIANOY, J. L.; POLI, B. T. C. A Política de dividendos como geradora de economia fiscal e do desenvolvimento do mercado de capitais: uma proposta criativa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 33, n. 4, Jul./Aug. 1993.

PROCIANOY, J. L.; SNIDER, H. K. Tax changes and dividend payouts: is shareholders' wealth maximized in Brazil? In: **The European Financial Management Association's 4th Annual Conference**. London, Jun. 1994.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. O efeito clientela no mercado brasileiro: será que os investidores são irracionais? **Revista Brasileira de Finanças**, v. 1, n. 2, pp. 217-242, Dez 2003.

PROCIANOY, J. L.; VERDI, R. S. Dividend clientele, new insights, and new questions: the brazilian case. **RAE Eletrônica**, v.8, n.1, art. 1, jan/jun 2009. Disponível em: <
<http://www.rae.com.br/eletronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=5439&Secao=ARTIGOS&Volume=8&Numero=1&Ano=2009>>. Acesso em 24/05/2011.

PUNSUVO, F. R.; KAYO, E. K.; BARROS, L. A. O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa. **Revista Contabilidade e Finanças**, vol. 18, p. 63-72, 2007.

RANGEL, J. R. G.; DA SILVA, R. N. S. A influência da distribuição dos Juros sobre o Capital Próprio no cálculo do valor das ações para diferentes investidores – o caso das Entidades Fechadas de Previdência Complementar. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v.2, n.1. Rio de Janeiro, 2007.

ROSSETTI, J. P. *et al.*. **Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

SANTOS, A. Quem está pagando Juros sobre Capital Próprio no Brasil? **Revista Contabilidade e Finanças**. São Paulo: USP, pp. 33-44, 2007.

SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL. **Instrução Normativa SRF n. 11**, de 21 de fevereiro de 1996. Dispõe sobre a apuração do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro das pessoas jurídicas a partir do ano-calendário de 1996.

_____. **Regulamento do Imposto de Renda – RIR/99**, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, vol. 52, pp. 737-783, 1997.

SILVA, A. L. C. da. Governança Corporativa, Valor, Alavancagem e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras. **RAUSP – Revista de Administração da Universidade de São Paulo**. São Paulo, v. 39, n. 4, pp. 348-361, 2004.

SILVA, S. C.; PINTO, M. R.; MOTTA, A. C. G. D.; MARQUES, J. A. V. C. Análise dos aspectos legais e normativos do cálculo e distribuição dos Juros sobre o Capital Próprio efetuados pelas companhias abertas do setor siderúrgico no período de 2001 a 2003: estudo de casos. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 2, pp. 37-54, abr/jun 2006.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de São Paulo. FEA/USP, 2004.

SILVEIRA, A. M.; BELLATO, L. L. N. Influência da estrutura de propriedade sobre a política de dividendos das companhias abertas brasileiras. **Anais do VI Encontro Brasileiro de Finanças**. Vitória, ES: 2006.

SMART, S. B.; MEGGINSON, W. L.; GITMAN, L. J. **Corporate Finance**. Thomson South-Estern: USA, 2004.

TRUONG, T.; HEANEY, R. Largest shareholder and dividend policy around the world. **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 47, pp. 667-687, 2007.

WOOLDRIDGE, J. **Econometric analysis of Cross-Section and Panel Data**. London: The MIT Press, 2002.

ANEXO I – LEI 9.249/95

“Art. 9º 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.

§ 1º O efetivo pagamento ou crédito dos juros fica condicionado à existência de lucros, computados antes da dedução dos juros, ou de lucros acumulados e reservas de lucros, em montante igual ou superior ao valor de duas vezes os juros a serem pagos ou creditados (Redação dada pela Lei n. 9.430, de 1996).

§ 2º Os juros ficarão sujeitos à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de quinze por cento, na data do pagamento ou crédito ao beneficiário.

§ 3º O imposto retido na fonte será considerado:

I – Antecipação do devido na declaração de rendimentos, no caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real;

II – Tributação definitiva, no caso de beneficiário pessoa física ou pessoa jurídica não tributada com base no lucro real, inclusive isenta, ressalvado o disposto no §4º;

§ 4º (Revogado pela Lei n. 9.430, de 1996);

§ 5º No caso de beneficiário sociedade civil de prestação de serviços, submetida ao regime de tributação de que trata o art. 1º do Decreto-Lei n. 2.397, de 21 de dezembro de 1987, o imposto poderá ser compensado com o retido por ocasião do pagamento dos rendimentos aos sócios beneficiários.

§ 6º No caso de beneficiário pessoa jurídica tributada com base no lucro real, o imposto de que trata o §2º poderá ainda ser compensado com o retido por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração do capital próprio, a seu titular, sócios ou acionistas.

§ 7º O valor dos juros pagos ou creditados pela pessoa jurídica, a título de remuneração do capital próprio, poderá ser imputado ao valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sem prejuízo do disposto no §2º.

§8º Para os fins de cálculo da remuneração prevista neste artigo, não será considerado o valor de reserva de reavaliação de bens ou direitos da pessoa jurídica, exceto se esta for

adicionada na determinação da base de cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido.

§9º Revogado pela Lei n. 9.430, de 1996.

§ 10º Revogado pela Lei n. 9.430, de 1996.”