

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

Jéfferson Augusto Colombo

Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA/EA/UFRGS
e-mail: jacolombo@hotmail.com

Paulo Renato Soares Terra

Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Programa de Pós-Graduação em Administração – PPGA/EA/UFRGS
e-mail: prsterra@ea.ufrgs.br

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 na estrutura de controle 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 (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 in ownership structure 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, Corporate Governance.

Área 7 – Microeconomia, Métodos Quantitativos e Finanças

Classificação JEL – G32

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), 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 (La Porta *et al*, 2000; 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.

Uma vertente importante de estudos sobre o tema 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). Isto 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 estes acionistas utilizam seus maiores poderes para extrair das empresas montantes maiores de dividendos (hipótese resultado, ou *outcome hypothesis*, de La Porta *et al*, 2000). Evidências favoráveis à hipótese resultado também foram encontradas no recente trabalho de Brockman e Unlu (2009). 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). Entretanto, as evidências sugerem que a hipótese resultado explica melhor a relação entre governança corporativa e distribuição de proventos em dinheiro nas firmas.

Uma das ferramentas regulatórias utilizadas para mitigar o risco de expropriação é a imposição de dividendos mínimos obrigatórios (La Porta *et al*, 2000). 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). No 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. Nesse sentido, Martins (2010) encontrou evidências que as empresas com melhores oportunidades de investimentos usam mais fortemente subterfúgios legais para reduzir os dividendos mínimos obrigatórios.

Além das já referidas peculiaridades envolvendo a prática de distribuição de proventos, a legislação brasileira, a partir da prolação da Lei n. 9.249/1995, introduziu o conceito de Juros Sobre o Capital Próprio (doravante JSCP). Este normativo, em seu artigo 9º, §7º, permitiu às empresas deduzir os juros pagos a título de remuneração do capital próprio do valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei n. 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. Essas empresas podem, e muitas vezes estão, destruindo valor de seus acionistas. Da amostra total de 586 ativos elegíveis, o percentual médio de distribuição de 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.

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 dedução 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 *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). 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 legislação. Uma vez que 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 E OBJETIVOS

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 *vis-à-vis* dividendos nas empresas de capital aberto?

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. Especificamente, procura-se: a) sintetizar como a legislação tributária brasileira, no tocante aos JSCP, diferencia o benefício líquido dos acionistas de acordo com a sua natureza jurídica; b) analisar a influência da estrutura de propriedade na distribuição de JSCP em dois aspectos distintos: i) propensão a distribuir; ii) montante total distribuído.

1.2. 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.

Este trabalho inova e aprofunda a análise do problema de pesquisa 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.

1.3. CONTRIBUIÇÕES ESPERADAS E DELIMITAÇÕES

Espera-se que este trabalho contribua para o estudo de governança corporativa 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 a riqueza dos acionistas. Em termos práticos, este estudo sugere políticas de distribuição de proventos em dinheiro para que as empresas alinhem o pagamento de proventos à maximização do valor das empresas. 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.

2. ASPECTOS TEÓRICOS

2.1. CONCENTRAÇÃO ACIONÁRIA

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 n. 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 abertas¹. 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.

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 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).

¹ Os resultados do presente estudo sugerem que os desvios de direito entre o capital votante e o fluxo de caixa total tem se reduzido de maneira tímida. 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 n. 10.303/2001, que alterou a proporção de ações ordinárias e preferenciais de dois terços para 50% para as novas companhias de capital aberto.

2.2. JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO

Com a extinção da correção monetária, entrou em vigor, a partir de 1º de janeiro de 1996, a Lei n. 9.249/1995, que introduziu o conceito de JSCP². Esta legislação, em seu artigo 9º, §7º, permitiu às empresas deduzir os juros pagos a título de remuneração do capital próprio do valor dos dividendos de que trata o art. 202 da Lei n. 6.404/1976, também conhecida por “Lei das Sociedades por Ações”. 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 50% dos 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 n. 9.430/1996.

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 despendido 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 n. 207/96, coloca 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. DIFERENÇAS TRIBUTÁRIAS CONFORME A NATUREZA JURÍDICA DO RECEBEDOR

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 seja via dividendos. Apenas uma minoria (21,67%) dos respondentes desta pesquisa acredita que a melhor forma de distribuir lucros a pessoas físicas é via JSCP.

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

² 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 n. 9.430, Art. 78, que retificou os limites de distribuição das empresas.

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).

Por fim, há que 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 109³. A Lei nº 9.532/1997, nos seus 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 desconfiância 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

³ 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.

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 n. 11.053/2004.

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 da empresa deveria privilegiar os JSCP. A motivação é a isenção tributária das distribuições de JSCP para as EFPCs, estipuladas pela Lei 11.053/2004, art. 5°. Em análise numérica, por meio de estimações 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.

Para elucidar as diferenças tributárias entre esses diferentes acionistas, uma síntese numérica é exposta na Tabela 1. Esta mostra numericamente que a opção de se distribuir lucros via JSCP proporciona uma economia tributária global da ordem de 19% para 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 arrecadada, menos a retenção de IRPF na fonte (15%), que é o ônus incidente sobre o beneficiário pessoa física. 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: Síntese das diferenças tributárias no recebimento de JSCP

Natureza Jurídica do acionista	Pessoa Física	Pessoa Jurídica não sujeita ao adicional de IR	Pessoa Jurídica sujeita ao adicional de IR	Fundos de investimento e de pensão
A) Alíquotas incidentes sobre receitas de JSCP				
IR retido na fonte (1)	15% (definitivo)	15% (compensáveis)		0%
CSLL (2)	-	9%		-
IR adicional (faturamento acima de R\$240 mil/ano) (3)	-	0%	10%	-
PIS / COFINS (4)	-	9.25%		-
B) Economia tributária global				
Benefício fiscal no nível da firma	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
Tributação no nível do beneficiário (1+2+3+4)	15.00%	33.25%	43.25%	0.00%
Economia tributária global com o uso de JSCP	19.00%	0.75%	-9.25%	34.00%

Nota: a simulação acima utiliza as alíquotas de impostos vigentes no Brasil de 1996 até a presente data. 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. Logo, o diferencial em termos de criação (destruição) de riqueza para cada tipo de acionista está na economia fiscal positiva (negativa) na ótica tanto da empresa (investida) quanto dos beneficiários (acionistas). 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.

Diferentemente do aumento de riqueza para os acionistas pessoa física em qualquer situação, em se tratando de acionistas pessoa jurídica o benefício fiscal global depende da incidência ou não do adicional de IR na investidora. Conforme resumido na Tabela 1, no caso de acionistas pessoa jurídica não sujeita ao adicional de IR (faturamento até R\$240 mil por ano), há uma pequena economia tributária, da ordem de 0,75%. Entretanto, para acionistas pessoa jurídica de faturamento elevado, sujeitas ao adicional de 10% de IR, o benefício fiscal no nível da investida (34%) é anulado pela tributação em montante equivalente no nível do recebedor (34%), sem contar a incidência de PIS e COFINS. Neste caso, a economia tributária é negativa no percentual exato de incidência dessas contribuições (9,25%). Vale lembrar que essas conclusões pressupõem que a empresa seja tributada pelo lucro real e que consiga compensar os 15% de IR retido na fonte com o pagamento anual de IR.

Os resultados das simulações acerca de beneficiários pessoa jurídica foram semelhantes aos 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 (Decreto nº 5.442/2005). Este diagnóstico também está presente no trabalho de Brito (1999), no qual só há economia 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. Em função disso, o benefício global líquido de investidores pessoa jurídica deve ser analisado caso a caso.

Na hipótese de o acionista beneficiário ser um investidor institucional (entidade associativa de investimentos), o benefício global líquido é evidente. A isenção de IR retido na fonte permite que a totalidade do benefício fiscal no nível da empresa investida (34%) seja absorvida por esses beneficiários. Dessa forma, para esses acionistas, a economia tributária gerada pela distribuição de lucros via JSCP ao invés de dividendos é da ordem de 34%, conforme mostra a Tabela 1. Dentre todas as figuras jurídicas de beneficiários, as entidades associativas são as que mais se beneficiam da distribuição de JSCP de suas investidas.

3. ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1. 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 de propriedade mais verticalizadas.

A amostra final deste estudo é composta por 404 empresas, perfazendo um total de 586 ações negociadas, tanto ordinárias como preferenciais. Foram eliminadas as classes preferenciais menos líquidas, nas empresas com ações preferenciais de mais de uma classe. Também foram eliminadas as empresas que não distribuíram proventos em dinheiro, que podem estar adotando esta prática como uma política de maximização da riqueza do acionista⁴. 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.

A setorização das empresas seguiu a classificação de atividade econômica proposta pelo software Economática, exceto o setor “outros”, que, devido ao seu tamanho expressivo, teve um tratamento específico. Após análise do setor NAICs, nível I e nível II, disponíveis também no software Economática, o setor “outros” reduziu-se de 133 empresas da amostra original para apenas 54 empresas. O detalhamento final do processo de setorização das empresas da amostra é evidenciado na Tabela 2.

A Tabela 2 apresenta também a média das variáveis dependentes e de estrutura de propriedade. Todas as variáveis não binárias deste estudo foram *winsorizadas* a um nível de 2,5%, como forma de controlar a influência indesejada de *outliers*. 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 Manufactureira (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).

⁴ Conforme Procianoy (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.

Tabela 2: 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.

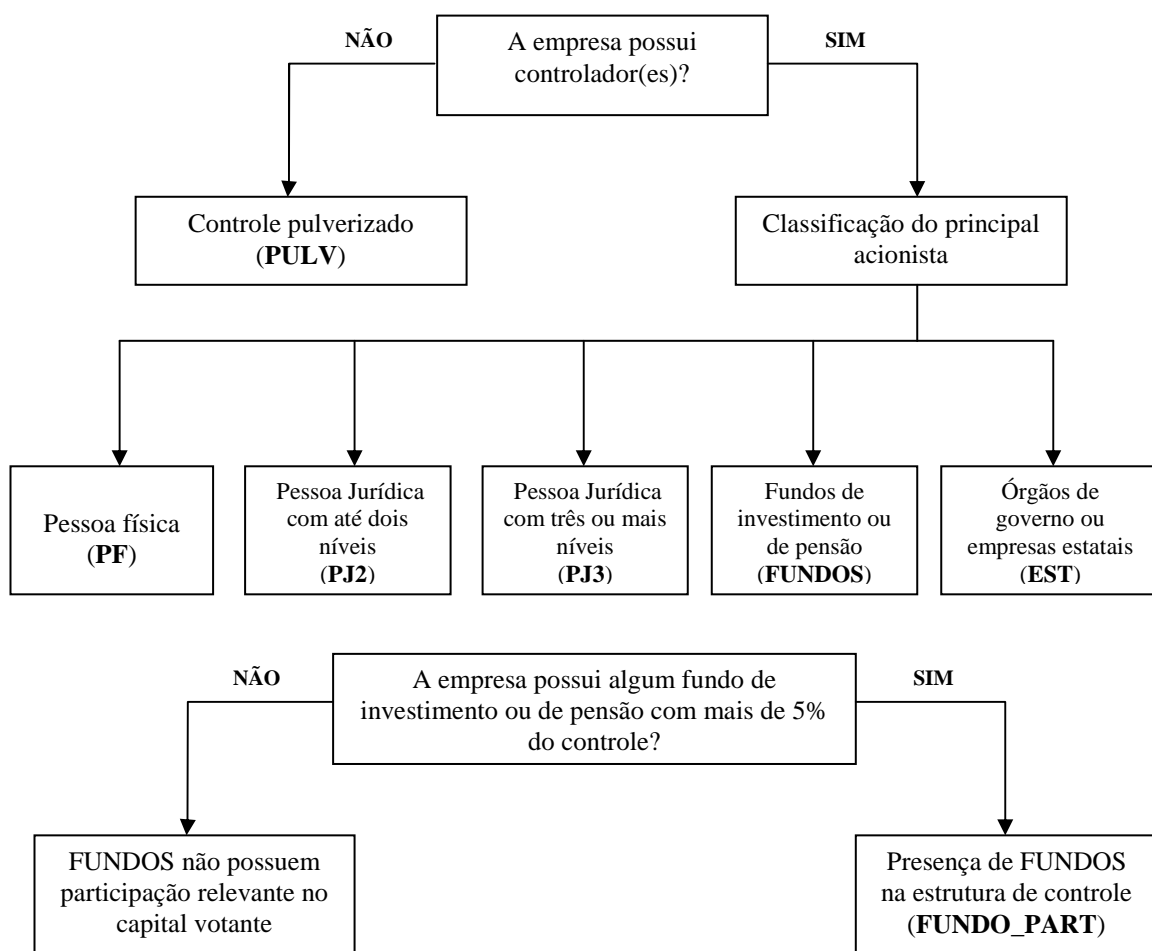
Fonte: elaborado pelo autor.

3.2. 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. Optou-se por um período relativamente longo de análise porque ela proporciona um maior número de observações, o que aumenta a segurança estatística dos resultados e possibilita a verificação de tendências ao longo do tempo.

3.3. 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. O Quadro 1 sintetiza os critérios considerados na classificação das variáveis de estrutura de propriedade.



Quadro 1: Classificação e definição das variáveis de estrutura de propriedade

Fonte: elaborado pelo autor.

3.4. UTILIZAÇÃO DE DADOS EM PAINEL

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. A utilização dessa metodologia é também bastante comum em estudos de finanças, principalmente quando o objetivo é analisar o comportamento de determinados indivíduos ao longo do tempo.

A estimação de painel com dados censurados, ou seja, com 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, regressões são estimadas através de dois modelos não lineares, baseados na maximização da função de verossimilhança, que são o Probit e o Tobit.

Os modelos Probit e 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. Como resultado, estimações baseadas em modelos de minimização do quadrado dos erros geram estimações não só tendenciosas, mas também inconsistentes. Ou seja, mesmo assintoticamente, as estimações dos parâmetros são problemáticas.

3.5. DEFINIÇÃO DE CONSTRUTOS E VARIÁVEIS

O modelo genérico deste estudo é descrito da seguinte forma:

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

Onde:

Y_{it} = variável dependente referente à distribuição de JSCP 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 ;

a_i = efeito não observado;

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

A inclusão de variáveis de controle na equação (1) 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 são elencados na Tabela 3.

Tabela 3: Descrição das variáveis e motivação para utilização dos construtos de controle

CONSTRUTO	DESCRIÇÃO	AUTORES-REFERÊNCIA	TEORIA E MOTIVAÇÃO
JSCP_BIN JSCP_AT JSCP_LPA JSCP_PROV JSCP_JSCP*	Dummy que assume o valor "1" se a empresa distribuiu JSCP no ano corrente Razão entre o montante de JSCP e o Ativo Total no ano corrente Razão entre o montante de JSCP e o Lucro Líquido no ano corrente Razão entre o montante de JSCP e o total de proventos distribuídos em dinheiro no ano corrente Razão entre o montante de JSCP e o máximo permitido pela legislação no ano corrente	-	DISTRIBUIÇÃO DE PROVENTOS: 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*.
PF PJ2 PJ3 FUNDOS EST PART_FUNDOS PART_ON CONTROLE_CAPTOTAL	Dummy que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Física Dummy que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Jurídica com até dois níveis verticais antes do último acionista Dummy que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é Pessoa Jurídica com três ou mais níveis verticais antes do último acionista Dummy que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é uma entidade associativa de investimentos Dummy que assume o valor "1" se o principal acionista controlador é um órgão do governo ou uma empresa estatal Dummy que assume o valor "1" se há alguma entidade de investimento associativo com 5% ou mais do capital votante Proporção do capital votante total em posse do principal controlador Razão entre a participação no capital votante e a participação no capital total	Silva (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010)	ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: 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.
TAM	Logaritmo Natural do Ativo Total	Fama e French (2001), Mitton (2004), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Chastri (2010)	TAMANHO: O tamanho das empresas é positivamente relacionado com a distribuição de proventos em dinheiro.
EBITDA_AT RES_LUCROS_AT ROA	Razão entre o EBITDA e o Ativo Total no ano corrente Razão entre o total das reservas de lucros mais lucros acumulados e Ativo Total no ano anterior Razão entre o lucro líquido do exercício e o Ativo Total do período inicial	Fama e French (2001), Mitton (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Ferreira Jr <i>et al.</i> (2010)	LUCRATIVIDADE: Quanto mais lucrativa for a empresa, menor tende a ser a necessidade de financiamento externo e maior tende a ser a distribuição de proventos em dinheiro.
DESPFIN_AT DEPREC_AT ALAV	Razão entre as despesas financeiras e o Ativo Total no ano corrente Razão entre o total de depreciação e amortização e o Ativo Total no ano corrente Razão entre o passivo exigível total e o Ativo Total no ano corrente	Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010)	BENEFÍCIOS FISCAIS NÃO PATRIMONIAIS: As empresas que auferem benefícios fiscais não patrimoniais (non equity tax shields) elevados tendem a ter benefícios menores ou até mesmo nulos no pagamento de JSCP.
ADR N2_NM N1_N2_NM	Dummy que assume o valor "1" se a empresa possui ADRs na NYSE (New York Stock Exchange) Dummy que assume o valor "1" se a empresa está listada no nível 2 ou no Novo Mercado de Governança Corporativa da BM&F Bovespa Dummy que assume o valor "1" se a empresa está listada em algum dos níveis de Governança Corporativa da BM&F Bovespa	Mitton (2004), Truong e Heaney (2007), Brockman e Unlu (2009), Boulton, Braga-Alves e Shastri (2010)	GOVERNANÇA CORPORATIVA: Melhor governança corporativa ocasiona menores problemas de agência, e, portanto, reduz a necessidade de se distribuir dividendos.
PVPA	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)	OPORTUNIDADES DE INVESTIMENTOS: A distribuição de proventos em dinheiro é inversamente proporcional às oportunidades de investimento/crescimento.

Fonte: Elaborado pelo autor.

4. RESULTADOS

4.1. 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 Tabela 4 que, em 1997, da amostra estudada, apenas 6% das empresas que distribuíram proventos em dinheiro o fizeram sob a forma de JSCP. As demais distribuíram seus lucros exclusivamente através de dividendos, não usufruindo, portanto, dos benefícios fiscais dos JSCP. Reitera-se que, em virtude de os JSCP serem dedutíveis dos dividendos obrigatórios do art. 202 da Lei n. 6.404/1974, não há razão pecuniária, do ponto de vista da empresa, para que seus proventos em dinheiro não fossem distribuídos dessa forma.

Ao longo da série, conforme a Tabela 4, percebe-se uma evolução crescente da proporção de empresas que optam 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 4, 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.

Tabela 4: 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 da forma de distribuição. "JSCP" é o número de empresas que distribuíram proventos em dinheiro via JSCP. 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 firma podem gerar expropriação de minoritários, na medida em que suas ações passam 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.

4.2. ANÁLISE MULTIVARIADA

A análise multivariada fornece algumas respostas importantes para duas perguntas fundamentais: i) quais fatores levam as empresas a distribuir JSCP? ii) quais fatores fazem com que as empresas distribuam montantes maiores ou menores de JSCP? Uma síntese dos resultados é exposta na Tabela 5.

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, mais lucrativas e com maiores oportunidades de crescimento são mais propensas a distribuir JSCP. Especificamente, os resultados da Tabela 5 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. Este efeito também pode estar relacionado às economias de escala, entre outras características das empresas 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 na maior parte das situações.

Nas regressões de número par, que incluem as variáveis de estrutura de propriedade, observa-se que as empresas com controle estatal distribuem mais JSCP que as demais (REG_6, REG_8), o que corrobora com os resultados de Bortolon e Leal (2010), que encontraram evidências de que as empresas com controle estatal distribuem mais proventos em dinheiro que as demais. Resultados estatisticamente mais contundentes foram encontrados no que se refere à presença de investidores institucionais (FUNDO_PART) na estrutura de controle. A presença desses investidores aumenta enseja uma maior propensão (REG_2, REG_4) e um maior montante de distribuição de JSCP (REG_6, 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 (Punsuvo, Kayo e Barros, 2007), que considera a influência desses fundos sobre diversos aspectos da firma.

Tabela 5 – Propensão e montante de distribuição de JSCP: modelos Probit e Tobit

VARIÁVEIS	MÉTODO DE ESTIMAÇÃO							
	PROBIT				TOBIT			
	REG_1	REG_2	REG_3	REG_4	REG_5	REG_6	REG_7	REG_8
_cons	-8.8773 (-9.81***)	-8.0516 (-6.32***)	-9.0275 (-9.57***)	-8.9054 (-6.73***)	-0.0885 (-9.16***)	-0.1428 (-0.11)	-0.0947 (-8.96***)	-0.1488 (-0.11)
LOGAT	0.3883 (6.95***)	0.3060 (4.85***)	0.3776 (6.55***)	0.3185 (4.97***)	0.0032 (5.56***)	0.0024 (3.43***)	0.0037 (5.68***)	0.0027 (3.78***)
EBITDA_AT	2.1274 (2.75***)	2.0959 (2.53)**	1.7266 (2.23)**	2.0196 (2.41**)	0.0356 (4.24***)	0.0393 (4.27***)	0.0351 (4.08***)	0.0414 (4.53***)
RESLUCRO_AT	1.7369 (2.67***)	1.1112 (1.60)	1.7223 (2.60***)	0.8877 (1.24)	0.0205 (2.85***)	0.0130 (1.81)*	0.0216 (2.99***)	0.0134 (1.78)*
DEPREC_AT	1.1468 (0.72)	1.2596 (0.76)	2.4737 (1.47)	2.8538 (1.64)	0.0494 (2.92***)	0.0528 (3.22***)	0.0726 (4.08***)	0.0764 (4.18***)
DESPFIN_AT	-1.2895 (-1.07)	-1.4806 (-1.17)	-1.0161 (-0.84)	-1.0666 (-0.83)	-0.0170 (-1.30)	-0.0165 (-1.25)	-0.0133 (-1.01)	-0.0114 (-0.84)
ADR	0.3938 (1.90)*	0.2287 (1.00)	0.5162 (2.44)**	0.3584 (1.48)	0.0053 (2.35)**	0.0023 (0.94)	0.0055 (2.10)**	0.0036 (1.42)
N2_NM	0.1858 (0.79)	0.3157 (1.21)	0.5503 (2.10)**	0.6034 (2.10)**	0.0022 (0.87)	0.0048 (1.81)*	0.0041 (1.57)	0.0061 (2.15)**
PVPA	0.0736 (1.83)*	0.0873 (2.11)**	0.0792 (2.00)**	0.0915 (2.24)**	-0.0002 (-0.40)	-0.0001 (-0.23)	-0.0002 (-0.49)	-0.0002 (-0.40)
PF		-0.0978 (-0.27)		0.5523 (1.43)		-0.0021 (-0.52)		0.0027 (0.66)
PJ2		-0.4869 (-1.60)		-0.1730 (-0.55)		-0.0037 (-1.05)		-0.0018 (-0.53)
PJ3		0.1662 (0.55)		0.1767 (0.56)		0.0018 (0.51)		0.0007 (0.21)
EST		0.8725 (1.64)		0.8715 (1.60)		0.0130 (2.54)**		0.0105 (1.83)*
FUNDOS		-0.3677 (-0.97)		-0.2305 (-0.60)		-0.0045 (-1.11)		-0.0028 (-0.72)
FUNDO_PART		0.3302 (1.65)*		0.3580 (1.80)*		0.0055 (2.66***)		0.0060 (2.81***)
PART_ON		-0.3055 (-0.96)		-0.0021 (-0.68)		-0.0025 (-0.73)		-0.0001 (-0.02)
CONTROLE_CAPTOTAL		0.4994 (4.56***)		0.4477 (4.16***)		0.0059 (5.03***)		0.0050 (4.31***)
Ativos (n)	413	398	413	398	413	398	413	398
Observações (N)	2358	2033	2358	2033	2358	2033	2358	2033
Log Verossimilhança	-803.24	-716.74	-772.29	-691.58	1241.14	1171.38	1271.31	1193.61
Efeito Ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Efeito Setor	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Sim	Sim

Nota: Esta tabela apresenta os resultados das regressões Probit [REG1, REG2, ... , REG4] e Tobit [REG5, REG6, ... , REG8] de dados em painel, para as variáveis dependentes JSCP_BIN e JSCP_AT, respectivamente. Esta representa a razão entre o montante de distribuição de JSCP no ano "t" e o Ativo Total de cada empresa. Aquela assume o valor "1" se a empresa distribuiu proventos via JSCP no ano "t", e "0" caso contrário. Foram inseridas, conforme relatado na Tabela, dummies de ano e de setor, na tentativa de capturar os efeitos do período e do setor de atividade econômica. As regressões de número par são similares à regressão anterior (modelo básico) porém incluem as variáveis de estrutura de propriedade. 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.

Outros resultados importantes podem ser extraídos da Tabela 5. Maiores despesas financeiras (DEPFIN_AT) reduzem a probabilidade de distribuição de JSCP, porém o resultado não é estatisticamente significativo. A presença de ADRs listadas na NYSE (ADR) está positivamente relacionada tanto à probabilidade quanto ao montante de distribuição de proventos sob a forma de JSCP. Porém, esse resultado parece sensível à inclusão das variáveis de estrutura de propriedade (REG_2, REG_4, REG_6, REG_8), o que sugere que boa parte do seu poder explicativo está contida na estrutura de propriedade das empresas. Já a presença no Nível II ou no Novo Mercado (segmentos especiais de governança corporativa da BM&F Bovespa) mostrou coeficientes positivos, além de estatisticamente significantes nos modelos que incluem variáveis de estrutura de propriedade e controles de ano e setor (REG_4, REG_8). Esses modelos são, pela análise da verossimilhança, aqueles que melhor se ajustaram aos dados. 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.

Ainda na análise do construto governança corporativa, um aspecto importante deve ser ressaltado. 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 tanto nos modelos Probit quanto nos modelos 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 aumenta apenas com a listagem nos Níveis II ou Novo Mercado.

Como características distintas dos Níveis II e Novo Mercado, 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. Esse nível menor de exigências de boa governança parece estar expresso nos resultados encontrados, uma vez que as boas práticas de distribuição de proventos em dinheiro encontradas nos Níveis II e Novo Mercado não puderam ser generalizadas para o Nível I, sinalizando a importância da listagem nos ambientes de maior exigência de boa governança.

4.3. ROBUSTEZ DOS RESULTADOS

Como é usual nos trabalhos empíricos em finanças, foram realizados diversos testes de robustez dos resultados, incluindo *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. Por uma questão de espaço, esses resultados não são apresentados em tabelas próprias, mas segue abaixo um resumo das principais conclusões obtidas com essa análise.

A análise de robustez indica pequenas mudanças nos resultados gerais. Além da já referida mudança nos resultados de governança corporativa com a inclusão das empresas listadas no Nível I (N1_N2_NM), a lucratividade permanece sendo um determinante positivo e significativo se medida retorno sobre os ativos (ROA). A existência de prejuízo fiscal em anos anteriores (PREJ_FIS) reduz a propensão de uma empresa média distribuir JSCP, porém significância estatística só foi observada em alguns modelos. A adição dessa variável é justificada pela possibilidade de “*carry forward*” de prejuízos fiscais anteriores, com abatimento de até 30% do imposto devido no exercício corrente. Outras possíveis características que influenciariam a propensão e a distribuição de JSCP foram testadas, como a tangibilidade dos ativos (TANG) e o *payout* total (PAYOUT), porém os resultados não foram estatisticamente significativos e o poder explicativo do modelo foi pouco alterado.

Além da utilização de diferentes variáveis independentes, *proxies* para os construtos que determinam a escolha entre JSCP e dividendos nas empresas brasileiras, fez-se uma análise da sensibilidade dos resultados à variável dependente utilizada no modelo. Além de JSCP_AT, foram testadas as mesmas regressões Tobit da Tabela 5 (REG_5, REG_6, REG_7, REG_8) com as variáveis dependentes JSCP_LPA, JSCP_PROV e JSCP_JSCP*. De forma geral, as estimações proporcionaram resultados bem semelhantes: as variáveis que medem tamanho, lucratividade, boa governança e a presença de investidores institucionais na estrutura de controle permanecem como determinantes positivos e significativos da distribuição de JSCP nas empresas analisadas. Esse resultado é importante na medida em que é reafirmado mesmo com variáveis dependentes alternativas, que são nada mais que formas diferentes de medição do fenômeno analisado.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou aprofundar a análise da distribuição de JSCP nas empresas de capital aberto brasileiras ao considerar a legislação tributária sob a ótica conjunta da empresa e de seus beneficiários, acionistas ou proprietários. Essa abordagem evidencia a estreita relação entre estrutura de propriedade e distribuição de proventos em dinheiro no Brasil, representando um avanço em relação a outros trabalhos que analisam o tema sob enfoque estrito da empresa pagadora (Ness Jr e Zani, 2001; Boulton, Braga-Alves e Shastri, 2010).

Do ponto de vista teórico, constatou-se que a legislação fiscal brasileira diferencia as alíquotas de impostos e contribuições sobre o 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. Além disso, como a receita líquida de JSCP é diferenciada em relação à distribuição de lucros via dividendos, a decisão das empresas pode reduzir a riqueza de seus acionistas, especialmente os minoritários, que possuem pouco poder sobre as decisões da firma.

Os resultados empíricos 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 órgãos de governo (EST) no controle aumenta a probabilidade de uma empresa distribuir JSCP. Evidências fortes foram encontradas quando da presença de investidores institucionais (entidades associativas 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, fundos de *private equity*, entidades de previdência complementar (aberta ou fechada) e carteiras administradas, é beneficiado pela alíquota zero no recebimento de JSCP, conforme as Leis nº 9.532/1997 e nº 11.053/2004. Além de consoante com o incentivo pecuniário propiciado pela legislação fiscal e societária brasileira, este resultado também corrobora com os argumentos de ativismo dos fundos de pensão, cuja presença no controle ensejaria uma série de benefícios aos acionistas (Punsuvo, Kayo e Barros, 2007).

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 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 minoritários. Além disso, esses resultados corroboram com a hipótese resultado (*outcome hypothesis*) de La Porta et al. (2000), na medida em que um maior comprometimento com boas práticas de governança corporativa está relacionado a uma maior distribuição de proventos em dinheiro, especialmente via JSCP.

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, o que poderá ser analisado por estudos futuros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

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.

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

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.

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, 1ª 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.

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

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.

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

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.

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

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

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.

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.