

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS - UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

VALZEANE DREHMER HOCH

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO:

**Os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento
da remuneração dos acionistas**

São Leopoldo

2017

Valzeane Drehmer Hoch

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO:

Os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Orientador: Prof.Dr. Jairo Laser Procianoy

São Leopoldo

2017

H685j

Hoch, Valzeane Drehmer.

Juros sobre capital próprio : os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas / Valzeane Drehmer Hoch. – 2017.

104 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2017.

"Orientador: Prof.Dr. Jairo Laser Procianny."

1. Juros. 2. Dividendos. 3. Sociedades comerciais - Relações com investidores. 4. Acionistas. I. Título.

CDU 657

Valzeane Drehmer Hoch

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO:

Os aspectos que impactam o processo decisório das empresas na opção pelo pagamento da remuneração dos acionistas

Dissertação apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre, pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. João Zani - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Roberto F. Decourt - Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS

Prof. Dr. Rodrigo Verdi - Massachusetts Institute of Technology - MIT

Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura - Universidade Presbiteriana Mackenzie

Dedico este título ao meu pai, que quis a vida
que ele encontrasse uma forma de estar sempre
comigo.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradeço a Deus, por ter me dado força, vontade e persistência de buscar sempre o melhor e correr atrás das oportunidades.

Sou muito grata a minha família, que, mesmo longe, sempre me apoiou e acreditou no meu potencial. Minha avó amada que dedica a sua vida a nos ensinar o quanto podemos superar os desafios da vida. A minha mãe, que me faz acreditar que sempre posso mais. Aos meus irmãos gêmeos, Alan e Alizie por me mostrarem os laços de amor mais preciosos que temos. Ao meu pai e avô, que, ao longo dessa trajetória chamada vida, viraram anjos e me acompanham em todos os meus passos.

A amizade, seja ela conquistada durante o curso, especialmente a Manu e ao Jorge e aos demais amigos de longa data, especialmente a Rubia, Celiz e Eveline que compreenderam o meu desaparecimento em todas as vezes que optei por me dedicar a algum projeto. E ao meu querido amigo Wenzel, que tanto me cuidou, e quis Deus que ele fosse cuidar de outros anjos.

A todos meus familiares, pela consideração e amor que me deram em todos os momentos da minha vida. Que sorte eu tenho por ter nascido na família Drehmer- Hoch.

Meu agradecimento a Randon, que possibilitou que a minha ausência na sexta feira da empresa tornasse o meu sonho real, especialmente ao Daniel, Jaime e Roberto.

Agradeço a Unisinos, juntamente com todo seu quadro de professores e colaboradores que são diferenciados e estimulam a busca pelo aprendizado.

Agradeço especialmente ao professor e amigo Jairo, pela atenção especial que dedicou, assumindo, ao longo da caminhada, como meu orientador, disponibilizando seu tempo e paciência, em meio as suas inúmeras atividades, contribuindo com o andamento do trabalho com sabedoria, interesse e conhecimento.

Por fim, ao meu amado José Carlos, por entender e me apoiar a buscar este objetivo, mesmo que isso nos custasse viver por quase dois anos há um oceano de distância. Contudo, te agradeço a encurtar toda essa distância com tamanho amor. A vida inteira será pouco tempo para usufruirmos de tudo que a vida nos guarda.

E se Deus não achar muito
Tanta coisa que eu pedi
Não deixe que eu me separe
Deste rancho onde nasci
Nem me desperte tão cedo
Do meu sonho de guri
E de lambuja permita
Que eu nunca saia daqui.

(Meu amigo João Batista Machado e Júlio
Machado da Silva)

RESUMO

Este estudo busca identificar os aspectos que levam as empresas a não optarem pelos Juros Sobre Capital Próprio (JSCP), visto que existe um benefício tributário para as empresas que optam pelo pagamento da remuneração aos seus acionistas desta forma. Para isso, testamos se o tamanho da empresa, a sua rentabilidade, o seu volume de pagamentos de remuneração a acionistas (*payout*) no ano, o seu nível de governança corporativa e a presença de pessoa jurídica (PJ) na estrutura acionária do controlador impactam na decisão sobre a remuneração de seus acionistas. Para atingir o objetivo proposto, utilizamos o modelo de regressão logit nas empresas listadas na BM&FBovespa, durante os anos de 2009 a 2015. Com um montante de 1.683 observações, identificamos que: (i) as empresas com grandes ativos (tamanho), e as que não possuem uma PJ como controladora possuem uma maior probabilidade de optarem pela remuneração aos seus acionistas na forma de JSCP; (ii) a rentabilidade, o volume de pagamentos no ano (*payout*) e o comprometimento com boas práticas de governança corporativa parecem não influenciarem a decisão pelo pagamento na forma de JSCP. Para dar maior robustez aos resultados encontrados, no que se refere a presença de PJ, segregamos a amostra entre empresas financeiras e não financeiras. A segregação da base se dá pelas diferenças tributárias de imposto de renda e contribuição social sobre o lucro líquido entre as empresas financeiras e não financeiras. Encontramos significância para as empresas não financeiras, enquanto que para as empresas financeiras, as quais possuem uma base tributária mais elevada, não foi encontrada significância para a presença de PJ. Tais resultados fortalecem a teoria de que os conflitos de agência do tipo principal-principal, bem como os tributos podem ser um dos principais determinantes das decisões sobre a remuneração a acionistas das empresas.

Palavras-chave: Política de distribuição de lucros. Remuneração de acionistas. Juros Sobre Capital Próprio (JSCP). Dividendos. Tributação.

ABSTRACT

This study seeks to identify the aspects that lead companies not to opt for Interest on Equity (JSCP), since there is a tax benefit for companies that choose to pay the compensation to their shareholders in this way. In order to do this, we test whether the size of the company, its profitability, its payout volume for the year, its level of corporate governance and the presence of legal entity in the controlling shareholder structure impact in the decision on the remuneration of its shareholders. In order to reach the proposed objective, we used the logit regression model in the companies listed on BM&FBovespa during the years 2009 to 2015. With an amount of 1,683 observations, we identified that: (i) companies with large assets (size), and those with no assets a legal entity in the controlling shareholder structure of the company is more likely to opt for remuneration to its shareholders in the form of JSCP; (ii) profitability, volume of payments in the year (payout) and commitment to good corporate governance practices do not seem to influence the decision to pay in the form of JSCP. In order to give greater robustness to the results found, with regard to the presence of legal entity, we segregate the sample between financial and non-financial companies. The segregation of the base is due to the differences in income tax and social contribution on net income between financial and non-financial companies. We found significance results for non-financial companies, while for financial companies, which have a higher tax base, there was no significance for the presence of legal entity. Such results reinforce the theory that principal-principal agency conflicts as well as taxes can be a major determinant of corporate shareholder decisions.

Keywords: Payout policy. Remuneration of shareholders. Interest on Equity (JSCP). Dividends. Tax.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Resultados da Curva ROC.....	90
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Impacto ao acionista que recebe na forma de JSCP	34
Quadro 2 - Limites para o pagamento de JSCP	35
Quadro 3 - Resultados esperados conforme H1	73
Quadro 4 - Resultados esperados conforme H2.....	74
Quadro 5 - Resultados esperados conforme H3.....	75

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP quando o beneficiário é tributado pelo lucro real.....	30
Tabela 2 - Análise consolidada sobre a vantagem tributária quando do pagamento via JSCP para beneficiário PF.....	33
Tabela 3 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP para instituições financeiras quando o beneficiário é tributado pelo lucro real até agosto de 2015	38
Tabela 4 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP para instituições financeiras quando o beneficiário é tributado pelo lucro real a partir de agosto de 2015	39
Tabela 5 - Exemplo numérico do benefício do JSCP	40
Tabela 6 - Demonstrativo do cálculo do benefício de JSCP para a empresa pagadora.....	41
Tabela 7 - Vantagem dos JSCP enquanto benefício tributário	42
Tabela 8 - Valor a distribuir de JSCP x dividendos na empresa pagadora.....	44
Tabela 9 - Valor a receber de JSCP x dividendos na empresa beneficiária.....	44
Tabela 10 - Resumos dos estudos empíricos efetuados sobre o tema	52
Tabela 11 - Resumo das observações sobre forma de distribuição de lucros de 2010 a 2012	64
Tabela 12 - Resumo das observações sobre forma de distribuição de lucros de 2013 a 2015	64
Tabela 13 - Resumo sobre a estrutura societária do controlador entre 2009 e 2012	66
Tabela 14 - Resumo sobre a estrutura societária do controlador entre 2013 e 2015	66
Tabela 15 - Resumo das observações sobre a classificação das empresas listadas na BM&FBovespa de 2009 até 2012	68
Tabela 16 - Resumo das observações sobre a classificação das empresas listadas na BM&FBovespa de 2013 até 2015	68
Tabela 17 - Estatística Descritiva Variável Dependente e Variáveis Explicativas.....	70
Tabela 18 - Quantidade de observações das dummies	70
Tabela 19 - Segregação entre empresas financeiras e não financeiras	71
Tabela 20 - Matriz de correlação das variáveis estudadas	82
Tabela 21 - Resultados: Base completa	83
Tabela 22 - Resultados: Empresas financeiras	84

Tabela 23 - Resultados: Empresas não financeiras.....	85
Tabela 24 - Sensibilidade e especificidade	87
Tabela 25 - Ajuste do <i>cutoff</i> para sensibilidade e especificidade	87
Tabela 26 - Resultados da curva ROC.....	90
Tabela 27 - Relação de observações x pagamento na forma de JSCP.....	91
Tabela 28 - Resultados no que se refere a opção de JSCP nas empresas financeiras.....	91
Tabela 29 - Resultados no que se refere a opção de JSCP nas empresas não financeiras..	92

LISTA DE SIGLAS

COFINS	Contribuição para Financiamento da Seguridade Social
CSLL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
FAPI	Fundo de Aposentadoria Programada Individual
FIPECAFI	Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
FR	Formulário de Referência
IN	Instrução Normativa
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
IRRF	Imposto de Renda Retido na Fonte
ISS	Imposto Sobre Serviços
IPO	Oferta Pública Inicial (<i>Initial Public Offering</i>)
JSCP	Juros Sobre Capital Próprio
LSA	Lei das Sociedades por Ações
MP	Medida Provisória
PF	Pessoa Física
PIS	Programa de Integração Social
PJ	Pessoa Jurídica
RTT	Regime Tributário de Transição
SRF	Secretaria da Receita Federal

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	19
1.2	DELIMITAÇÕES DO TRABALHO	19
1.3	OBJETIVOS	21
1.3.1	Objetivo Geral	21
1.3.2	Objetivos Específicos	21
1.4	JUSTIFICATIVA	21
2	REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	23
2.1	A TEORIA DA AGÊNCIA E SEU IMPACTO NESTE ESTUDO	23
2.2	A DECISÃO DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS AOS ACIONISTAS	25
2.3	O SURGIMENTO DOS JSCP E SUA CLASSIFICAÇÃO	26
2.3.1	Apuração dos JSCP	28
2.3.2	Tributação dos JSCP para o acionista beneficiário	29
2.3.2.1	Tributação de IR e CSLL relativa ao recebimento de JSCP na PJ tributada pelo lucro real	29
2.3.2.2	Tributação de IR e CS relativa ao recebimento de JSCP na PJ tributada pelo lucro presumido ou lucro arbitrado	31
2.3.2.3	Tributação relativa ao recebimento de JSCP na PJ isenta	31
2.3.2.4	Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa física	32
2.3.2.5	Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa estrangeira	33
2.3.2.6	Resumo da tributação relativa ao recebimento de JSCP	33
2.4	JSCP COMO UM BENEFÍCIO TRIBUTÁRIO NAS EMPRESAS PAGADORAS	34
2.4.1	O pagamento de JSCP acima do limite legal	36
2.4.2	O prejuízo fiscal e o impacto de usar os JSCP	36
2.4.3	A tributação incidente sobre instituições financeiras	37
2.4.4	Exemplo numérico	39
2.5	OS <i>TAX SHIELDS</i> BRASILEIROS	45
2.6	ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE DIVIDENDOS E JSCP	46
3	METODOLOGIA	61
3.1	POPULAÇÃO, AMOSTRA E CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO	61
3.2	PLANO DE COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS	63
3.3	DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA	72

3.4	VARIÁVEIS E TÉCNICAS DE REGRESSÃO	76
3.4.1	Variáveis independentes	76
3.4.2	Variáveis de controle	79
3.4.3	Regressão Logit.....	79
3.4.4	Testes de robustez.....	80
3.4.5	Limitações da metodologia	81
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS	82
4.1	ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS.....	82
4.2	ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA.....	83
4.2.1	Resultados da regressão	83
4.2.2	Resultados referentes as regressões rodadas para a base completa	88
4.2.3	Resultados referentes as regressões rodadas para as empresas financeiras	89
4.2.4	Resultados referentes as regressões rodadas para as empresas não financeiras 89	
4.2.5	Outros resultados.....	89
4.3	ANÁLISE DAS HIPÓTESES TESTADAS	92
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	96
	REFERÊNCIAS	99

1 INTRODUÇÃO

A elevada carga tributária faz com que uma das tarefas dos gestores nas empresas brasileiras seja a economia de tributos pagos ao governo. Com isso, o planejamento tributário torna-se uma importante ferramenta na busca por estratégias legais com o objetivo de encontrar soluções que possam contribuir com alternativas de redução da tributação que tragam a maximização de resultados. Neste cenário, a distribuição de dividendos na forma de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) surge como uma das opções para a redução da carga tributária.

O presente trabalho estuda a distribuição de resultados em empresas brasileiras, buscando compreender o que leva as empresas a optar pelo pagamento exclusivo na forma de dividendos, quanto existe uma opção tributariamente mais benéfica, que são os JSCP.

Durante o período de 1978 a 1995, o país foi impactado pela correção monetária das demonstrações financeiras. Conforme Martins (2004), esta correção monetária foi derivada de um modelo inglês que possui uma lógica simples e tecnicamente correto: só é considerado lucro o aumento patrimonial excedente ao efeito inflacionário. Por esse modelo, todos os acréscimos nominais de ativo e de passivo exigível deveriam ser computados como parte do lucro nominal.

Contudo, o problema no modelo brasileiro foi uma simplificação não existente no modelo original, agregando a correção do ativo permanente com a do patrimônio líquido (embora tenham funções diferentes), bem como a criação de um saldo único a partir desse número. E essa simplificação fez perder a visão de toda a lógica original do modelo, o que acabou por trazer enorme dificuldade de entendimento de seu real significado.

Os JSCP foram instituídos no Brasil com o objetivo de encontrar um modelo adequado para a remuneração dos acionistas, como forma de equalizar os impactos oriundos das variações monetárias, extintas em 1995.

A elevada inflação existente no país, adicionados a sistemática contábil vigente, permitia que alguns ativos e o patrimônio líquido fossem ajustados periodicamente pela inflação. Com isso, a correção do patrimônio líquido gerava uma despesa que reduzia o lucro a ser tributado, gerando um ganho fiscal. Com o Plano Real, instituído em 1994 e a queda acentuada da inflação, foi extinta a correção monetária dos balanços. Com isso, os JSCP foram instituídos, funcionando como uma despesa, uma vez que reduz o lucro tributável e mitiga a extinção da correção monetária do patrimônio líquido, uma vez que com o mecanismo de JSCP a empresa possui a possibilidade de remunerar o seu acionista.

Com a institucionalização dos JSCP, se tornou possível reduzir a iniquidade fiscal que foi criada com o fim da correção monetária dos balanços. Não se trata de uma benesse ou de

uma liberalidade gratuita por parte do governo, mas de uma tentativa (razoavelmente bem sucedida, reconheça-se), conforme Martins (2004), de redução das diferenças acumuladas decorrentes da falta de atualização do capital dos acionistas. A criação dessa medida, fez com que o Brasil assumisse uma posição de opção de pagamentos de remuneração a acionistas diferente de modelos consagrados de outros países como Estados Unidos, Europa e países asiáticos.

Os JSCP, quando observado como forma de distribuição de resultados proporciona ganhos fiscais às empresas que adotam esta forma, em substituição ou complementação dos dividendos, uma vez que a sua utilização permite às empresas pagadoras a usufruir do benefício tributário de imposto de renda (IR) e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) de até 34%, conforme exposto por Ness Junior e Zani (2001). Sob esta ótica, é de se esperar que empresas lucrativas ou com base fiscal positiva, no que se refere ao IR e CSLL escolham pelo pagamento da remuneração unicamente na forma de JSCP, ou caso o limite de distribuição seja inferior, com JSCP e dividendos complementares.

Cabe destacar que o percentual de empresas que utilizam os JSCP foram aumentando ao longo dos anos. Boulton, Braga Alves, Shastri (2012) examinaram o impacto da carga tributária sobre distribuição aos acionistas, incluindo os JSCP na avaliação, por acreditarem que os impostos são um dos principais determinantes das decisões de política *payout* das empresas brasileiras. Como efetuaram uma análise temporal, considerando as empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, em 1996 apenas 10,2% das empresas usavam os JSCP, exclusivamente ou em combinação com dividendos.

Similar aos resultados identificados por Boulton, Braga Alves, Shastri (2012), o estudo de Ness Junior e Zani (2001) sugere que o uso dos JSCP possuía pouca utilização pelas empresas devido ao elevado volume de dúvidas sobre o assunto e pouca divulgação e esclarecimentos por parte dos órgãos governamentais. Já Carvalho (2003) argumenta a preferência pelos dividendos, uma vez que eles representam uma sinalização mais sólida e disseminada ao mercado e que, os JSCP seriam fruto de uma legislação relativamente nova e potencialmente transitória.

Ainda conforme Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), em 2000, o montante de empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa que pagavam na forma de JSCP era de 53,17%, e em 2006 atingiu 62,96%. Com isso, se observa o aumento significativo de empresas que passaram a utilizar os JSCP como uma forma de distribuição de recursos aos acionistas.

Mesmo em anos seguintes, verifica-se que este índice se mantém em valores elevados. No mesmo artigo, Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012) apresentam que em 2007, 42,77% das

empresas não financeiras efetuaram pagamentos unicamente na forma de dividendos. Esta mesma observação foi levantada por Mota (2007), afirma que muitas empresas que possuem disponibilidade para distribuir JSCP não o fazem.

Esses dados acabam criando uma oportunidade de continuação na pesquisa no que se refere ao percentual de empresas que continuam não aderindo aos JSCP, pagando seus acionistas exclusivamente na forma de dividendos. Para isso, observamos durante a coleta de dados para este trabalho, utilizando os dados públicos das empresas listadas na BM&FBovespa, no período de 2009 a 2015, que em 2009 o percentual de empresas que pagaram na forma de JSCP foi de 42,91% e em 2015 de 43,64%.

Estas informações oportunizam analisar como está a aderência das empresas, passados 20 anos da promulgação da Lei nº 9.249/95, uma vez que, dadas as vantagens fiscais que os JSCP trazem as empresas, espera-se uma maior utilização deste benefício, se a questão tributária fosse a única a ser considerada.

Outro aspecto a se destacar é sobre o impacto na decisão do pagamento de JSCP, considerando o possível conflito entre acionistas controladores e minoritários. Este tema foi levantado por Procianny (1994), como uma nova ótica nos estudos referentes a teoria de agência, explorados por Jensen e Meckling (1976).

A partir do exposto, surge uma questão, que permite estudar o tema sob outra ótica: Se os JSCP representam um benefício fiscal para as empresas que podem optar pela sua utilização, porque há algumas que não o utilizam?

Pesquisas como a de Pimenta (2008), Santos (2007) e Scipelitti (2012) demonstram que algumas empresas com ações cotadas em bolsa, não adotam esta estratégia de pagamento de JSCP, deixando em aberto o detalhamento sobre as possíveis razões pela não escolha dos JSCP. Diante disso, este estudo busca compreender porque nem todas as empresas utilizam o benefício, uma vez que os JSCP são considerados uma fonte de redução da carga tributária.

Com isso, a pesquisa busca introduzir uma nova abordagem no que diz respeito ao processo decisório de pagamento da remuneração a acionistas na forma de JSCP no Brasil a fim de ampliar o conhecimento sobre o tema, buscando identificar se os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, especialmente quando há na estrutura do acionista controlador uma pessoa jurídica (PJ), interferem na decisão pela forma de distribuição de remuneração a acionistas. Tal possível interferência decorre do aumento da tributação que pode incidir sobre a decisão de distribuir lucros a acionistas na forma JSCP, uma vez que, quando observado de forma consolidada (empresa pagante e acionista PJ beneficiário) se torna mais onerosa. Isso faz com que os acionistas controladores possam tomar decisões de

distribuição de lucros motivadas pelo seu interesse, desconsiderando os interesses dos acionistas minoritários.

Tal questão é corroborada pelas contribuições desta pesquisa, uma vez que, embora não tenham sido encontrados resultados significativos no que diz respeito ao nível de governança corporativa em que as empresas estão classificadas na BM&FBovespa, assim como a lucratividade e volume de pagamentos a acionistas não parecer impactar a decisão pelo pagamento na forma de JSCP, identificamos que as maiores empresas e que as que não possuem uma PJ como acionista controlador, possuem uma maior probabilidade de decisão pelo pagamento na forma de JSCP.

Adicionalmente, outro ponto que merece destaque diz respeito a análise efetuada entre empresas que pertencem ao setor financeiro e as empresas não financeiras. Efetuamos a segregação entre os dois segmentos a fim de avaliar o comportamento individual, seja das empresas financeiras ou não financeiras, uma vez que temos características específicas que nos permitem explorar os resultados para as hipóteses levantadas de forma mais profunda.

Em virtude de haver um maior percentual de benefício tributário permitido pela legislação, era esperado no segmento de empresas financeiras, a probabilidade de uma maior utilização do pagamento a acionistas na forma de JSCP, o que se confirmou quando efetuamos a análise da base de forma segregada entre empresas financeiras e não financeiras.. Adicionalmente, quando rodamos as regressões logísticas para as empresas financeiras, observamos que apenas para a variável de tamanho apresentou significância, confirmando o esperado que as empresas maiores tendem a remunerar seus acionistas na forma de JSCP. Outro aspecto interessante a se destacar diz respeito aos resultados sobre a presença de PJ na estrutura acionária do controlador. Enquanto os resultados encontrados nas regressões para as empresas não financeiras demonstram que as empresas que possuem uma PJ como acionista controlador não tendem a remunerar seus acionistas na forma de JSCP, para as empresas financeiras, esse evento não ocorre, o que nos leva a acreditar que a tributação pode influenciar nas decisões deste segmento, uma vez que para as empresas financeiras optar pelo pagamento na forma de JSCP se torna mais vantajoso, uma vez que o benefício tributário da empresa que apura os JSCP pode chegar a 45%.

Dessa forma, a dissertação está estruturada da seguinte forma: primeiramente, identificamos quais são os fatores que influenciam a decisão sobre o pagamento de JSCP. Sequencialmente, está detalhada a revisão bibliográfica sobre os fatores que foram identificados como relevantes para o estudo. Já na parte final do trabalho, analisamos os resultados e incluímos as conclusões, bem como sugestões de trabalho futuros.

O trabalho está organizado da seguinte forma. No capítulo 2 é realizada uma revisão da literatura sobre o tema. Já no capítulo 3 estão descritas as hipóteses, base de dados e metodologia utilizada. Os resultados obtidos através das análises são apresentados no capítulo 4, seguidos no capítulo 5 pelas conclusões.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Com base no contexto exposto acima, formulou-se a seguinte questão problema: se os JSCP configuram como um benefício fiscal para as empresas e que, mesmo combinado a outros escudos tributários o benefício é mantido, porque empresas que possuem capacidade de pagamento e condições favoráveis não optam pela distribuição na forma de JSCP, perdendo a possibilidade do uso do benefício fiscal resultante?

1.2 DELIMITAÇÕES DO TRABALHO

Assim como usual nos trabalhos acadêmicos, essa dissertação também apresenta limitações. O estudo consiste na coleta de dados das informações disponíveis na Economática®, formulários de referência, demonstrações financeiras e, em alguns casos, comunicados de divulgação ao mercado. Isso decorre, principalmente, do grau de detalhamento das informações coletadas para a compilação dos resultados.

A coleta destes dados é exclusivamente para o cruzamento com as informações que objetivam responder aos questionamentos deste trabalho. Com isso, entende-se que uma das limitações se refere a disponibilidade das informações e dados para cálculo dos JSCP.

Com relação a isso, o acesso às informações necessárias para as análises de JSCP foram montadas com base nas informações disponíveis. Dentre as limitações, a mais sensível se refere à informação dos montantes de JSCP segregados dos dividendos distribuídos no período. Por mais que a deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 207/96, atualizada pela nº 683/12, clarifique que os JSCP não devem interferir no resultado contábil, e devem ser registrados em contas específicas, Santos e Salotti (2008,a) citaram a dificuldade em encontrar a informação devidamente segregada nas divulgações das empresas, tal como foi identificado nessa dissertação.

Cabe também destacar a alteração ocorrida em 2014, com a aprovação da MP 651, convertida na Lei nº 13.043/14. O seu artigo nº 8 pôs fim a isenção de tributação para as entidades imunes de IR, também chamadas de “barriga de aluguel”. A Lei nº 9.249/95 permitia

a arbitragem da isenção de IR sobre JSCP para alguns investidores, o que tornava este grupo o grande beneficiário de pagamentos na forma de JSCP. Com a alteração na regra, o tratamento passou a ser similar as demais PJs, passando a tributar os 15% sobre o recebimento de JSCP. Embora seja uma alteração relevante no que se refere a este grupo de beneficiários, identificamos uma amostra pequena de empresas na base estudada que possam ter sido impactadas com essa alteração. Contudo, para essa dissertação não temos impactos significativos desta alteração, em detrimento da regra ter alterado no segundo semestre em que as observações foram coletadas. Como sugestão, sugerimos uma análise mais profunda do tema em trabalhos futuros, onde, inclusive, é possível utilizar uma base comparativa com um maior número de anos, uma vez que estamos falando de uma alteração recente.

Outra limitação que pode ser identificada na coleta de dados, diz respeito à informação sobre a estrutura acionária das empresas estudadas. Embora seja uma informação presente nos formulários de referência, nos itens 15.1 e 15.2, foi necessário detalhar, na estrutura do acionista controlador, como são estruturados: se na forma de pessoa física (PF) ou PJ. A limitação, neste tópico se dá pelo fato de o formulário de referência não trazer, em alguns casos, sobre quem é o acionista controlador. Em decorrência disso, foi preciso ampliar a pesquisa em documentos adicionais, com o objetivo de coletar as informações que respondam a este tópico.

É possível destacar também a limitação temporal da amostra (2009 a 2015), decorrente da alteração da Instrução CVM nº 202/93 para a nº 480/09. A instrução anterior exigia de todas as empresas a entrega das informações anuais não financeiras (IAN). Tal informação foi substituída pelo formulário de referência (FR), o qual passou a exigir diferentes graus de informação da empresa, dependendo do seu porte e de sua área de atuação. O novo formulário passou a conter informações mais acuradas em relação às características da empresa, facilitando a compreensão do acionista ou possível investidor.

Com isso, as informações decorrentes da estrutura acionária passaram a ser obrigatórias e padronizadas, o que permitiu a análise destas informações. Embora a alteração de formulários não imponha necessariamente uma limitação, optou-se pela coleta a partir da data da padronização a fim de preservar a qualidade e a comparabilidade das informações.

Embora as questões citadas acima tenham demandado uma pesquisa mais abrangente, elas se tornam relevantes para que os resultados encontrados possam agregar ao meio acadêmico, respondendo as questões levantadas neste trabalho.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Identificar os aspectos que levam as empresas listadas na BM&FBovespa a optarem pelos JSCP quando da remuneração dos seus acionistas.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Verificar se a estrutura acionária do controlador interfere na determinação pelo pagamento na forma de JSCP;
- b) Investigar se fatores como a lucratividade, tamanho da empresa e *payout* podem ter interferência na decisão pelo pagamento de JSCP nas empresas;
- c) Verificar se as empresas que estão classificadas nos melhores níveis de governança corporativa de acordo com o índice BM&FBovespa possuem maior probabilidade de optar pelo pagamento na forma de JSCP nas empresas;
- d) Verificar se as empresas financeiras possuem resultados distintos das demais empresas no que se refere ao uso de JSCP, uma vez que possuem um percentual de benefício tributário superior que as empresas não financeiras.

1.4 JUSTIFICATIVA

Uma das razões que instigam a realização desta pesquisa é a oportunidade de explorar o tema de remuneração aos acionistas de uma forma diferenciada, em virtude da existência, no cenário brasileiro dos JSCP. Essa opção, decorre de uma figura amplamente debatida e denominada internacionalmente como *allowances for corporate equity* (ACE), ou subsídios para capital próprio. Conforme Klemm (2007), a modalidade de ACE iniciou na Áustria, Croácia e Itália.

O Brasil, em 1995 adotou um sistema muito similar, embora limitado ao tipo de tributação utilizado pelas empresas, tornando a modalidade mais complexa que a originalmente proposta. O último país a adotar, conforme Klemm (2007) foi a Bélgica, em 2006.

Dessa forma, pretende-se evidenciar que a decisão pela utilização de JSCP como forma de distribuição de resultados aos acionistas não se limita aos ganhos fiscais possibilitados às empresas que adotam esta forma, uma vez que, tendo em vista tal vantagem, é natural esperar que empresas lucrativas e com base positiva para IR e CSLL optem pela remuneração aos

acionistas desta maneira. Contudo, é possível encontrar empresas que mesmo com tais vantagens, não fazem o uso de JSCP.

Embora tenham muitos estudos sobre remuneração aos acionistas num âmbito global, a análise que se pretende fazer com este trabalho tem sido pouco explorada, uma vez que está direcionada para buscar os aspectos pelos quais as empresas não remuneraram seus acionistas na forma de JSCP. Com isso, será possível contribuir com o meio acadêmico, uma vez que é possível adicionar aos estudos empíricos já efetuados os resultados que evidenciem o porquê as empresas não utilizam este benefício fiscal, uma vez que o benefício é real e os níveis elevados de tributação no Brasil justificariam a sua utilização.

Com relação à contribuição com as empresas, é possível apresentar os resultados obtidos com a pesquisa, evidenciando os impactos do processo decisório na remuneração dos acionistas de uma forma ampla e com significância no número de empresas estudadas, uma vez que abrange as companhias de capital aberto no cenário brasileiro listadas na BM&FBovespa.

O volume de informações oportuniza a comparabilidade dos efeitos da decisão sob diferentes óticas e características, o que pode auxiliar na tomada de decisão no que se refere a forma de remuneração a ser escolhida. Não obstante a isso, é possível fornecer um conjunto de normas, leis, decretos e atos declaratórios, através do referencial bibliográfico, que permite uma consulta ampla sobre o tema, facilitando, desta forma, o aprofundamento do conhecimento técnico do tema estudado.

Com relação aos acionistas, é importante observar a estrutura acionária, especialmente quando o seu controlador também é uma PJ e não há benefícios tributários (quando se avalia de forma consolidada) em receber dividendos na forma de JSCP. Esse tópico oportuniza novas discussões entre acionistas minoritários e controladores, uma vez que essas empresas possuem ações comercializadas em bolsa e a empresa deveria estar avaliando o seu cenário, sem necessariamente considerar interesses individuais ou combinando decisões do seu acionista controlador. Dessa forma, estes resultados oferecem subsídios para discussões mais profundas entre acionistas minoritários e controladores, no que tange a conflitos derivados da teoria de agência.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A seguir são apresentados alguns dos principais conceitos e resultados de pesquisas referentes as formas de distribuição de remuneração a acionistas. É importante destacar a razão pelo qual as empresas optam pelos JSCP na distribuição de lucros e o quanto esta decisão pode ser relevante no contexto das empresas.

2.1 A TEORIA DA AGÊNCIA E SEU IMPACTO NESTE ESTUDO

Nos anos 70 surgiram os primeiros estudos que tratam da teoria da agência. Dentre eles, citamos os dois principais, Jensen e Meckling (1976), seguidos de Watts e Zimmerman (1986).

Conforme exposto por Souza Neto (2015), a escolha da forma de remuneração dos acionistas pode gerar conflitos de interesses, conhecidos como conflitos de agência, os quais, segundo Jensen e Meckling (1976), descrevem que cada parte interessada tende a agir individualmente com base em questões pessoais, especialmente quando as decisões esbarram em interesses contrários.

Essas decisões podem impactar a política de distribuição de dividendos ou pagamento de JSCP, envolvendo interesses dos acionistas controladores em detrimento dos minoritários (SOUZA NETO, 2015).

É importante destacar que, Watts e Zimmerman (1986), reconhecem que a hipótese de que os indivíduos dentro da empresa atuam no seu próprio interesse pode ser atribuída a Smith (1776). Da mesma forma, e apontado por Jensen (1994), embora não tenha sido utilizada a linguagem dos custos de agência, Smith apontou claramente o problema e em certo sentido foi o teórico original da agência. Contudo, foi por meio principalmente dos estudos de Jensen e Meckling (1976) que tal teoria ganhou notoriedade.

Esta teoria defende que os executivos podem priorizar os seus próprios interesses em detrimento da criação de valor para os acionistas.

A ausência de consonância entre estes objetivos é explicada pela teoria da agência, cuja premissa baseia-se que cada indivíduo busca atingir seus próprios objetivos em decorrência da segregação entre o controle e a gestão de determinada organização e, portanto, as abordagens oportunistas admitem que os executivos possuam objetivos distintos e este cenário evidencia os conflitos de interesses. Tais conflitos são explicados pela teoria de Jensen e Meckling.

Subsequente a essa teoria, embora não desmembrada, observamos que a teoria positiva da contabilidade teve seus estudos alavancados por Watts e Zimmerman (1978), e focou os

estudos dos efeitos das informações contábeis no mercado financeiro, sobretudo na avaliação da hipótese de mercado eficiente. No entanto, essa hipótese é questionada por conta das instabilidades do ambiente e em função, especialmente, da assimetria de informação. Além da análise da necessidade de regulação ou da possibilidade de eficiência, a discussão tem sua complexidade aumentada em função dos conflitos de interesses dos executivos das empresas, já que, conforme Jensen (1994), os indivíduos racionais sempre escolhem as opções que trazem maiores benefícios, em suas perspectivas.

Neste sentido, a teoria positiva apresenta algumas hipóteses que visualizam o ambiente organizacional sob um enfoque oportunístico, que são elas: a hipótese do plano de incentivo, a hipótese do grau de endividamento e a hipótese dos custos políticos, conforme Watts e Zimmerman (1986). Elas são utilizadas para explicar as formas de manipulação oportunista das práticas adotadas pelas empresas.

Segundo Jensen (1994) quando agem de maneira racional, as pessoas invariavelmente buscam o melhor para si em detrimento do outro. No entanto, ainda há nos seres humanos uma parcela de não-racionalidade em seu comportamento, ou racionalidade limitada (WILLIAMSON, 1996).

O ponto geral desta teoria é que o comportamento humano é essencialmente dualista: as pessoas evidenciam componentes racionais e não racionais, e estes componentes coexistem em contradição inerente (JENSEN, 1994). Ele ainda detalha que é útil reconhecer que essas tendências para os indivíduos agirem de maneira que são incoerentes com os seus interesses próprios geram outra fonte de conflitos com empregados, empregadores, clientes, fornecedores e assim por diante. Para o autor, esse comportamento não-racional é uma grande fonte de custos de agência.

Cabe destacar, conforme, Jensen (1994), que a teoria da agência não é importante somente para explicar a existência dos conflitos, mas também para apresentar meios para a redução dos custos de agência por meio dos estudos que se sustentam nessa teoria.

Decourt (2009) detalha que as empresas brasileiras de capital aberto mantêm sua composição acionária fortemente concentrada, e, em consequência disso, as decisões internas podem ser tomadas visando unicamente os interesses dos acionistas majoritários ou controladores.

Tal concentração acionária pode gerar conflitos de agência, em uma nova versão de majoritários e minoritários conforme sugerido por Prociandy (1994). Neste estudo, é evidenciado como os desalinhamentos de interesses entre os acionistas majoritários e

minoritários, o que veio a ser conhecido como o conflito principal-principal podem impactar a decisão pelo pagamento de dividendos.

Outro artigo que podemos destacar é o de Young, Peng, Ahlstrom, Bruton e Jiang (2008) que efetuaram um estudo sobre os mercados emergentes e as economias desenvolvidas, bem como os impactos da governança corporativa e os tipos de conflitos de agência que existem em cada um dos cenários. O estudo sugere que as economias desenvolvidas possuem conflitos do tipo principal-agente, decorrentes do tipo de estrutura acionária (controle descentralizado) que as empresas possuem. Neste caso, tal como Jensen e Meckling (1976), entende-se que o conflito existente se dá pelo gestor e os acionistas. Já para as economias emergentes, uma vez que há concentração acionária e o conflito existente ocorre entre acionistas controladores e minoritários, denominada de principal-principal. Fundamentando-se nessa base teórica e assumindo que no Brasil, por haver uma alta concentração de estrutura acionária, Decourt (2009), assume a existência de conflitos de interesse, e subentende-se que os executivos, escolhidos por essa estrutura acionária tendem a atuar de maneira oportunística para alcançar os objetivos do grupo controlador, como, por exemplo, a tomada de decisão sobre a forma de remuneração aos acionistas. Um dos meios utilizados para tal é o gerenciamento da forma de pagamento da remuneração dos acionistas, onde o agente, visando não onerar, através de retenção tributária, opta por não distribuir seus lucros por meio de JSCP, quando possui essa opção e ela vem a ser benéfica para a empresa que distribui.

2.2 A DECISÃO DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS AOS ACIONISTAS

Os dividendos configuram como uma forma direta de remuneração aos acionistas. Conforme Gitman (2002) a política de dividendos deve ser formulada visando a maximização de riqueza dos proprietários, proporcionando financiamento suficiente para as atividades. Mesmo que seja uma prática usual das empresas deliberarem sobre a sua forma de pagamento em seus países, Martins e Novaes (2012) destacam que aqueles que utilizaram o código civil francês como base, como Brasil, Chile, Colômbia, Grécia e Venezuela precisam seguir os critérios que determinam a deliberação do dividendo mínimo obrigatório. Ainda, segundo Martins e Novaes (2012), por existir concentração acionária, o legislador se preocupou em instituir uma regra que tem por objetivo a proteção dos direitos de fluxo de caixa dos acionistas minoritários.

É importante destacar que a regra brasileira traz algumas permissões. Caso a empresa detalhe no seu estatuto social qual o percentual será distribuído, o dividendo não se torna

necessariamente obrigatório. Com as alterações do artigo 202 da Lei nº 6.404/76 ou Lei das sociedades por ações (LSA), dentre as quais permite para a empresa definir a parcela que será destinada a título de dividendos, desde que devidamente descrito no estatuto. Na ausência deste detalhamento, usa-se os 25% sugeridos na lei.

Ao direcionarmos os estudos para o Brasil, observa-se que a promulgação da Lei nº 9.249/95 ofereceu para as empresas uma possibilidade, conforme exposto por Santos (2007), de distribuir dividendos na forma de JSCP, usando, desta forma, o seu montante como parcela dedutível de IR. Dois anos mais tarde, conforme mencionado por Brito, Lima e Silva (2009), houve outra modificação na lei, o que permitiu o desconto da base de cálculo da CSLL, o que fez com que, para o cenário brasileiro, a opção pela distribuição de resultados direta aos acionistas, na forma de dividendos e JSCP, se tornasse mais vantajosa do que na forma indireta de recompra de ações, uma vez que a recompra é tributada através da legislação que rege os ganhos de capital.

Essa opção permitiu, segundo Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), a validação das teorias, como as propostas por Modigliani e Miller (1961) e Miller (1977), que sugerem que os impostos devem ser um dos principais determinantes das decisões de política de remuneração a acionistas das empresas.

Contudo, conforme Scripelitti (2012), desde que os dois mecanismos estão a disposição - dividendos e JSCP, a decisão pela forma de distribuição atravessou um período de adaptação desde a introdução dos JSCP em meados dos anos 90.

2.3 O SURGIMENTO DOS JSCP E SUA CLASSIFICAÇÃO

Com a aprovação da Lei nº 9.249/95, conforme evidenciado por Cardoso, Canabarro, Castro Filho e Costa Jr. (2001), e a extinção da correção monetária de balanços, inclusive para fins societários, foi oferecido às empresas, como um mecanismo compensatório contra possíveis aumentos de carga tributária, a opção pela utilização dos JSCP, além da redução das alíquotas de IR e CSLL.

Obviamente, não podemos deixar de citar que por força de legislação, conforme destacado por Costa Jr, Martins, Sousa Filho e Cardoso (2004), a sua incorporação ao campo societário trouxe alguns limitadores: os JSCP podem ser imputados ao dividendo que trata o artigo 202 da LSA e só podem ser imputados líquidos de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF). Tais afirmações são corroboradas pelo texto na Lei nº 9.249/95 e pela deliberação nº 683 da CVM.

O artigo 202 da LSA detalha a possibilidade da empresa definir a parcela que será destinada a título de dividendos, desde que devidamente descrito no estatuto. Como a lei entrou em vigor em 1976, as empresas que foram constituídas após essa data, precisaram determinar a regra da empresa para o registro no estatuto social.

Assim, de acordo com Colombo (2011), o uso dos JSCP se torna importante em políticas de maximização da riqueza dos acionistas, por ser um instrumento que pode ser utilizado pelos gestores, em sua gestão tributária, para a redução dos dispêndios com IR e CSLL, tendo como efeito o aumento da gestão do fluxo de caixa e dos resultados líquidos das empresas, numa perspectiva de sinalização ao mercado.

A definição quanto à classificação e natureza jurídica dos JSCP está longe de um consenso. Conforme Brasileiro (2014), há três interpretações sobre o tema: a primeira que considera que os JSCP são uma modalidade de dividendos e deveriam ser computados na mesma conta contábil em que são reconhecidos os dividendos.

A segunda interpretação sugere que os JSCP que são de natureza de juros e devem ser consideradas receitas financeiras para as PJs receptoras. Sob este aspecto, as deliberações da CVM auxiliaram no processo de clarificação quanto à classificação contábil na empresa que efetua o pagamento dessa forma, uma vez que determina o seu registro como uma despesa financeira, revertendo o seu valor após a apuração dos impostos (IR e CSLL), não havendo mudança no lucro.

A terceira interpretação, mais utilizada por juristas, defende que os JSCP seriam uma espécie de participação no resultado da sociedade sujeita a um regime fiscal diferenciado.

Essa divergência de entendimentos, segundo Brasil (2010), estaria relacionada ao aparente conflito de normas que surgiu com a edição de diversos atos normativos, deliberações e decretos.

Para Assaf Neto (2005), os JSCP são uma forma de remuneração aos acionistas criada pela Lei nº 9.249/95, que possuem certos privilégios fiscais. É mencionado também que é uma das principais decisões financeiras a serem tomadas pelas empresas referem-se a política de distribuição de dividendos.

Embora tenhamos diversas interpretações sobre o tema, detalhamos cada uma das interpretações a fim de contribuir com o entendimento do tema, embora não tenhamos impactos na busca dos resultados em virtude da forma como os JSCP são percebidos, uma vez que para fins desta pesquisa tratamos os JSCP como uma modalidade de remuneração aos acionistas.

2.3.1 Apuração dos JSCP

Embora se tenham muitos entendimentos sobre a natureza dos JSCP, um dos aspectos importantes se compreender é a razão da sua institucionalização no Brasil e como o cálculo é apurado para a empresa que efetua o pagamento da remuneração dos seus acionistas através desta forma.

O cálculo, conforme Higuchi, Higuchi e Higuchi, (2000) deve iniciar com a avaliação do patrimônio líquido. É neste grupo de contas que, mediante aplicação da TJLP sobre os valores das contas do patrimônio líquido, exceto a reserva de reavaliação não realizada, que devemos obter os valores passíveis de apuração para fins de JSCP.

Se o patrimônio líquido permanecer inalterado no período de 1º de janeiro até 31 de dezembro, o cálculo dos JSCP, no encerramento do balanço anual, se dá de uma forma simples. A dificuldade do cálculo, conforme Higuchi, Higuchi e Higuchi, (2000) se torna mais complexa quando ocorrer inúmeras alterações de patrimônio líquido porque a aplicação da TJLP é pro rata dia sobre os valores de patrimônio líquido.

O lucro apurado no período passa a compor a base de cálculo a partir do ano-calendário seguinte se não for distribuído. A dedução é condicionada 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 na conta dos acionistas.

Sob a ótica fiscal, o capital de terceiros é remunerado geralmente com base em taxas pré-fixadas e os juros pagos são dedutíveis da base de cálculo do IRPJ e da CSLL. Já o capital próprio não possui renda fixa, sendo remunerado com base nos resultados da empresa, através da distribuição de lucros aos seus acionistas, sendo que essa forma de remuneração compõe a base de cálculo dos tributos sobre a renda. Conforme Soares Júnior (2001), com a promulgação da Lei nº 9.249/95, houve uma busca por um alinhamento entre os rendimentos do capital próprio e do capital de terceiros.

Para fins de planejamento tributário, o pagamento dos JSCP tem como objetivo a redução do pagamento do IR e da CSLL, tendo aplicabilidade apenas para as empresas optantes do regime de tributação de lucro real.

2.3.2 Tributação dos JSCP para o acionista beneficiário

Os valores recebidos pelos acionistas possuem distinções, quando ocorrem na forma de dividendos ou de JSCP. Os dividendos, tanto na PJ como física não sofrerão incidência de nenhum tributo, em razão da isenção prevista no art. 10º da Lei nº 9.249/95 (BISCA, 2012).

No entanto, quando há valores distribuídos a título de JSCP, ocorrem tratamentos fiscais distintos se o beneficiário for PF ou PJ. Em virtude dessas diferenças no tratamento tributário, detalhamos cada um dos regimes nos tópicos abaixo:

2.3.2.1 Tributação de IR e CSLL relativa ao recebimento de JSCP na PJ tributada pelo lucro real

A Lei nº 9.249/95 detalha as regras de apuração e pagamento de JSCP. Diferentemente dos dividendos, os JSCP estão sujeitos à incidência do IRRF, na alíquota de 15%, a ser retida na data do pagamento ou do crédito dos juros.

A tributação de IRRF relativo aos JSCP de PJs tributadas pelo lucro real deve ser considerada como uma antecipação devida na declaração de rendimentos, podendo ser compensada por ocasião do pagamento ou crédito de juros, a título de remuneração de capital próprio, a seu titular, sócios ou acionistas.

A PJ tributada pelo lucro real receberá a remuneração dos JSCP como receita financeira, o que faz com que o valor seja computado na base de cálculo para fins de apuração, tanto de outros tributos, quanto do IR e CSLL. O IRRF que foi considerado como antecipação do IR, conforme detalhado no artigo 9 da Lei nº 9.249/95, pode ser compensado no valor a ser recolhido.

Em virtude da inclusão na base de apuração dos tributos dos valores recebidos a título de JSCP, para este segmento de beneficiários optantes pelo lucro real, conforme exposto por Santos e Salotti (2008,a) podem haver casos em que essa vantagem não resulte, em termos consolidados, em economia tributária, podendo ocorrer, inclusive acréscimo de tributação. Para exemplificar, utilizamos o exemplo de quando a empresa que esta distribuindo os JSCP e a beneficiária também é tributada pelo lucro real.

Neste caso, o benefício de tributação decorrente dos JSCP na empresa controlada torna-se receita tributável na recebedora, conforme demonstrado na Tabela 1:

Tabela 1 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP quando o beneficiário é tributado pelo lucro real

	Empresa pagadora não financeira		Empresa recebedora		Impacto consolidado
	Vantagem Tributária	Retenção tributária	Obrigaçãõ tributária	Compensação tributária	
	Alíquotas (A)	Alíquota (B)	Alíquotas (C)	Alíquota (D)	
Imposto de Renda	25%	0%	25%	0%	0%
Contribuição Social	9%	0%	9%	0%	0%
JSCP na fonte (IRRF)	0%	15%	0%	15%	0%
PIS e COFINS	0%	0%	9,25%	0%	-9,25%
Total	34%	15%	43,25%	15%	-9,25%

Fonte: elaborado pela autora

Como se pode observar na Tabela 1, quando a empresa pagadora não financeira opta pelo pagamento na forma de JSCP, há o benefício dos 34%, a título de IR e CS. Contudo, como há a retenção do IRRF de 15%, o benefício tributário na empresa pagadora é de 19%. Entretanto, quando analisamos este impacto no acionista recebedor tributado pelo lucro real, identificamos a tributação do Programa de Integração Social (PIS) e Contribuição para Financiamento da Seguridade Social(COFINS), que, por se tratar de uma receita financeira, há a incidência de 9,25%. Para IR e CS tributa-se os 34%, descontando os 15% a título de antecipação. Com isso, em uma análise consolidada se teria um montante de 9,25% que oneraria a empresa recebedora. Claro que não podemos excluir o fato de que a empresa pagadora, quando opta pelos juros sobre capital, aumenta o seu lucro líquido em até 19%, quando comparado a dividendos, em virtude do benefício tributário usufruído quando se opta por essa modalidade.

Resumidamente, conforme citado por Yano e Alencar (2010), os acionistas PJ recebedores, além de terem seus rendimentos tributados pelos IR e CSLL, também terão seus créditos tributados pelo PIS, cuja alíquota é de 1,65% e COFINS com alíquota de 7,6%, tornando oneroso o recebimento via JSCP, quando para este tipo de beneficiário.

2.3.2.2 Tributação de IR e CS relativa ao recebimento de JSCP na PJ tributada pelo lucro presumido ou lucro arbitrado

Para este tipo de tributação, é importante destacar que os juros recebidos passaram a integrar a base de cálculo do IR e CSLL e o valor do IRRF descontado na fonte foi considerado antecipação do imposto devido no período de apuração após a aprovação da Lei nº 9.430/96. Para o cálculo da base de apuração, considera-se como receita bruta total o produto da venda de bens nas operações de conta própria, o preço dos serviços prestados e o resultado auferido nas operações de conta alheia, acrescidos das demais receitas, tais como, rendimentos de aplicações financeiras (renda fixa e variável), receita de locação de imóveis, descontos ativos, variações monetárias ativas e JSCP.

Com a alteração efetuada na Lei nº 9.430/96, a tributação dos JSCP na PJ tributada pelo lucro presumido ou lucro arbitrado passou a ser idêntica àquela utilizada para PJs tributadas pelo lucro real.

2.3.2.3 Tributação relativa ao recebimento de JSCP na PJ isenta

Conforme a Lei nº 9.249/95, diferentemente da tributação incidente para PJs optantes pelo lucro real, presumido e arbitrado, não há tributação de IRRF relativo aos JSCP de PJs isentas. Com a não incidência de IRRF na PJ imune mesmo na hipótese de capitalização dos referidos juros, o que pode ser verificado no art. 3º da instrução normativa (IN) da Secretaria da Receita Federal (SRF) 12/99, estas PJs eram consideradas as grandes beneficiárias do pagamento através desta modalidade.

Chamadas de “barriga de aluguel”, essa operação procurava arbitrar a isenção de imposto de renda sobre JSCP para alguns investidores, pagando aos proprietários um valor de aluguel pela utilização da ação, para posterior devolução ao proprietário. Com isso, o fundo de investimento (que, por lei era isento do recolhimento de IRRF) alugava as ações de um investidor PF (sujeito a IRRF), recebia o JSCP, sem as deduções de IRRF e pagava ao investidor original o valor já deduzido de IR e CSLL. Com isso, os fundos de investimento recebiam a diferença de 15%, pagando como contrapartida unicamente o valor da taxa de aluguel.

Como essa operação passou a ficar mais usual e popular, o governo, com a aprovação do artigo 8º na MP 651/14, fechou a brecha fiscal que esteve vigente de 1995 a 2014. Com isso, a alíquota de 15% sobre o JSCP recebido passou a ser sujeito ao IRRF.

Com isso, a anterior perda de tributos por parte da SRF, que extinguiu essa possibilidade através do artigo da medida provisória (MP) 651/14, convertida na Lei nº 13.043/14, estabeleceu que as entidades imunes, fundo ou clube de investimento, ou entidade de previdência complementar, sociedade seguradora e Fundo de Aposentadoria Programada Individual (FAPI), a partir de 01 de janeiro de 2015 tenham regras similares as demais PJs, determinando, dessa forma, a inclusão da tributação de 15% sobre o recebimento de JSCP.

2.3.2.4 Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa física

No caso da PF, o valor dos JSCP devem ser considerados tributados exclusivamente na fonte, não podendo o ser compensado com o imposto devido na declaração de ajuste anual (DAA) do beneficiário, conforme regras estabelecidas na Lei nº 9.249/95.

A PF não é tributada em CSLL quando do recebimento ou crédito de JSCP (BRASILEIRO, 2014). Já para o IR ocorre a retenção do IRRF onde a tributação é considerada definitiva, não havendo a possibilidade de compensar ou adicionar aos demais rendimentos tributáveis.

Com isso, conforme está previsto na legislação fiscal, na ótica do acionista PF, os JSCP implicarão num ônus tributário para ele, sem a possibilidade de posterior restituição ou redução da tributação, Fiorati (2007).

Contudo, para as PFs, mesmo com tal tributação, é vantajoso receber JSCP, considerando-se a geração de valor maior à empresa, conforme detalhado por Pimenta (2008). Isso ocorre porque, quando a empresa pagadora usufrui do benefício tributário de 34%, há um aumento no lucro a ser distribuído aos acionistas, conforme o exemplo numérico detalhado no tópico 2.3.3.

Complementarmente a isso, no cenário em que o beneficiário de JSCP é uma PF, é quando se pode, segundo Santos (2007) utilizar do benefício máximo de JSCP permitido pela legislação, quando se analisa os aspectos tributários, tanto o pagador quanto o recebedor de JSCP.

Tabela 2 - Análise consolidada sobre a vantagem tributária quando do pagamento via JSCP para beneficiário PF

	Vantagem Tributária	Obrigação Tributária	Vantagem consolidada
	Alíquotas (A)	Alíquota (B)	%
Imposto de Renda	15%	0%	15%
Adicional de Imposto de Renda	10%	0%	10%
Contribuição Social	9%	0%	9%
JSCP - Incidência na fonte (IRRF)	0%	-15%	-15%
Total	34%	-15%	19%

Fonte: elaborado pela autora

A Tabela 2 detalha como ocorre o impacto tributário quando o acionista beneficiário dos JSCP é uma PF. A empresa pagadora usufrui do benefício de até 34%, devendo reter o IRRF no momento da destinação ao acionista PF, podemos observar que a empresa e o acionista beneficiário possuem uma vantagem consolidada que pode chegar a até 19%.

Cabe destacar que como o pagamento e a compensação dos valores na empresa recebedora ocorre no mesmo tempo ou em diferença de até um mês para a apuração da compensação, não há diferenças significativas em detrimento do tempo. Já no acionista recebedor, em uma economia com juros estáveis, as diferenças tendem a não ser significativas.

2.3.2.5 Tributação relativa ao recebimento de JSCP na pessoa estrangeira

Para os estrangeiros, o Brasil possui um plano sólido de incentivos para facilitar a entrada de recursos internacionais, que vem desde a segunda guerra mundial e foram regulamentados e aprovados com a Lei nº 4.131/62. Com isso, os investimentos passaram a ser fomentados e simplificados através de vários mecanismos, especialmente isenções tributárias.

Contudo, o tratamento vantajoso não se repete para a tributação de JSCP. Para este tópico, os sócios estrangeiros que possuem participação em empresas nacionais estarão sujeitos a alíquota de 15% de IRRF, na data da remessa ou crédito dos juros, tal como as PJs domiciliadas no Brasil.

2.3.2.6 Resumo da tributação relativa ao recebimento de JSCP

O Quadro 1 demonstra como são impactados os beneficiários de JSCP:

Quadro 1 - Impacto ao acionista que recebe na forma de JSCP

a) PJs tributadas com base no lucro real	O valor recebido dos JSCP é tratado como receita financeira, sofrendo a tributação incidente nessa rúbrica para fins de IR e CSLL. Já o IRRF é considerado como antecipação no período de apuração do tributo ou poderá ser compensado.
b) PJs tributadas pelo lucro presumido e lucro arbitrado	Os juros recebidos integram a base de cálculo do IR e CSLL e o valor do IRRF deve ser considerado como antecipação do devido período de apuração.
c) PJs não tributadas com base no lucro real, lucro presumido ou arbitrado, inclusive isentas	Os JSCP são considerados como rendimento de tributação definitiva, ou seja, os respectivos valores não são incluídos nas declarações de rendimentos, nem o IRRF poderá ser objeto de qualquer compensação.
d) Pessoas físicas	O valor dos JSCP serão considerados tributados exclusivamente na fonte, não podendo o IRRF ser compensado com o imposto devido na DAA do beneficiário.
e) Pessoas estrangeiras	Na data da remessa ou crédito dos juros, os sócios estrangeiros estarão sujeitos ao Imposto de Renda na fonte, à alíquota de 15%.

Fonte: Elaboração própria de acordo com a legislação vigente em 31/12/2016 e abordada nesse trabalho.

2.4 JSCP COMO UM BENEFÍCIO TRIBUTÁRIO NAS EMPRESAS PAGADORAS

Os JSCP foram instituídos no Brasil através da revogação da Lei nº 9.249/95. Com essa aprovação, as empresas passaram a ter um benefício adicional de até 34% de dedução de IR e CS quando optam pela remuneração aos seus acionistas desta forma. Isso faz com que a opção se torne benéfica para as empresas quando há uma situação favorável para a sua utilização, mesmo quando a empresa possui outros benefícios fiscais, como a utilização do prejuízo fiscal, como demonstrado no exemplo numérico abaixo.

Cabe destacar que o prejuízo fiscal é apenas uma forma de benefício fiscal, dentre os diversos concedidos para as empresas, dependendo do cenário. Adicionalmente, há outros benefícios que precisam ser avaliados quando da avaliação tributária para a utilização dos JSCP como um mecanismo de distribuição de capital.

O parágrafo 1º do artigo 9º da Lei nº 9.249/95, com nova redação dada pelo Art. 78 da Lei nº 9.430/96, dispõe que 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. Com isso, o limite de dedutibilidade dos juros poderá ser calculado com base no lucro contábil do próprio exercício ou com base na soma dos saldos de lucros acumulados e reservas de lucros. Em ambos os casos, o limite é a metade do valor escolhido, conforme apresentado no Quadro 2:

Quadro 2 - Limites para o pagamento de JSCP

Regra 1: limite		Regra 2: o maior dos dois limites
TJLP	Calculados sobre as contas do patrimônio líquido x Variação da TJLP	50% do lucro líquido do exercício antes da dedução do JSCP; ou
		50% do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros.

Fonte: elaborado pela autora

Na apuração de 50% do lucro líquido do exercício antes da dedução dos juros será tomado o lucro após a dedução da CSLL e antes da dedução do IR (art. 28 da IN nº 1.515).

A IN nº 41, definiu que o valor dos JSCP é considerado creditado, individualmente quando a despesa for registrada, na escrituração contábil da PJ pagadora, em contrapartida a conta, ou subconta, de seu passivo exigível, representativa de direito de crédito do sócio ou acionista da sociedade ou do titular da empresa.

Outra especificidade da distribuição de JSCP diz respeito à retenção de IRRF, cuja alíquota corresponde a 15% do valor pago, como já detalhado no capítulo anterior.

A legislação impõe algumas restrições para o pagamento de JSCP, o que pode limitar o valor a ser distribuído, pois é considerado o valor do patrimônio líquido do ano anterior, mediante aplicação da taxa de juros de longo prazo (TJLP) sobre os valores, exceto a reserva de reavaliação não realizada, ainda que capitalizada.

Quanto ao reconhecimento, a deliberação CVM nº 207/96, vigente até 31 de agosto de 2012, posteriormente substituída pela deliberação CVM nº 683/12, prevê que os JSCP não devem interferir no resultado contábil, sendo reconhecido, portanto, diretamente a débito da conta de lucros acumulados, no momento de seu pagamento. No entanto, esta deliberação permite que, a critério da empresa, os JSCP sejam contabilizados como despesa, desde que se faça a reversão desta na demonstração do resultado (na última linha antes do lucro líquido ou prejuízo do exercício).

Na deliberação CVM nº 683/12 é citado que o tratamento contábil dado aos JSCP deve, por analogia, seguir o tratamento dado ao dividendo obrigatório, uma vez que são imputados a estes.

2.4.1 O pagamento de JSCP acima do limite legal

Conforme detalhado na Lei nº 9.249/95, quando a empresa optar pelo pagamento na forma de JSCP, ela deve observar o limite estabelecido. Caso não ocorra, é importante que a diferença entre o valor a ser utilizado como benefício tributário e o valor pago a maior seja adicionado na base de tributação do IR e da CSLL. Eventualmente, se a empresa não seguir este procedimento, fica sujeita a penalidade de glosa da despesa por parte da RFB.

2.4.2 O prejuízo fiscal e o impacto de usar os JSCP

Outra discussão que a Lei nº 9.249/95 trouxe quando da sua promulgação, trata da discussão sobre efetuar o pagamento de JSCP quando a empresa está numa situação em que possui créditos sendo gerados que incrementam o prejuízo fiscal.

Os créditos de IR e CSLL decorrentes de lançamento de ativos fiscais oriundos de prejuízos são acompanhados pelas autoridades fiscais e pela CVM, que, em 27 de junho de 2002 emitiu a Instrução CVM nº 371, que objetiva disciplinar o registro de ativos fiscais, condicionados, conforme Higuchi, Higuchi e Higuchi, (2000), ao cumprimento das seguintes condições:

- a) a empresa precisa apresentar histórico de rentabilidade;
- b) possuir estudos que comprovem a expectativa de geração de lucros tributários futuros, fundamentada em estudo técnico de viabilidade, que permita a realização do ativo fiscal diferido em um prazo máximo de dez anos; e
- c) que os lucros futuros referidos no inciso anterior deverão ser trazidos a valor presente com base no prazo total estimado para sua realização.

Com isso, para que um ativo diferido fiscal seja reconhecido, é preciso que as empresas domiciliadas no Brasil cumpram com as condições expostas acima.

No entanto, quando voltamos à ótica dos JSCP e consideramos os dois limites passíveis de dedução na apuração dos tributos: o maior valor entre a metade dos lucros acumulados ou a metade do lucro líquido do período de apuração, as empresas podem ter um ponto a observar. Como a apuração do prejuízo decorre de bases fiscais e os JSCP de bases contábeis, podem

ocorrer situações de tomada do benefício de IR e CSLL oriundos do pagamento de JSCP e geração de prejuízos fiscais decorrentes de bases negativas de apuração.

Com isso, a empresa poderia adotar o procedimento de pagar os JSCP no período em que apurou prejuízo fiscal, mantendo os limites legais dos parâmetros de cálculo, conforme permitido pela legislação, não deixando margem a questionamentos por parte das autoridades fiscais.

Contudo, embora se tenha um entendimento de jurisprudência favorável, é importante, neste caso, que a empresa faça uma análise quanto a sua geração de créditos oriundos de IR e CSLL, a fim de avaliar se possui capacidade futura para a realização destes créditos, conforme orientado pela Instrução CVM nº 371.

Caso haja dificuldade, cabe a empresa reavaliar a hipótese de utilização dos JSCP, uma vez que, neste caso, não se observa a geração do benefício fiscal, uma vez que, em não havendo a realização do prejuízo fiscal acumulado, não há o efetivo reconhecimento do benefício fiscal proveniente dos JSCP.

2.4.3 A tributação incidente sobre instituições financeiras

Um aspecto que é importante destacar, em virtude de termos incluído na nossa amostra as empresas financeiras, diz respeito a tributação diferenciada no setor. Diferentemente dos demais segmentos regidos pelos Arts. 2º e 4º da Lei nº 9.430/96 e pelo Art. 2º da IN RFB nº 1.515/14, que determina a alíquota do IR em 25% e do Art. 37 da Lei nº 10.637/02 que determina a alíquota de 9% para a CSLL, as instituições bancárias e equiparadas possuem regras distintas.

Pela legislação, através do Art. 1º da IN RFB nº 1.591/15 e Art. 1º da IN 810/2008, posteriormente substituída pelo Art. 1º da IN RFB nº 1.591/2015, a alíquota de IR ser paga pelos bancos é de 15% sobre o lucro tributável, acrescido um adicional de 10%, totalizando 25%. Já o valor de CSLL, que era de 15% até agosto de 2015, passou a ser de 20%, totalizando um montante que era de 40%, chegando a atingir 45%.

Em virtude desta diferença na tributação entre empresas financeiras e não financeiras, é importante destacar que há uma distinção quando efetuamos a análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP, especialmente quando o beneficiário é tributado pelo lucro real. Enquanto que, para empresas não financeiras tributadas a 34% a título de IR e CS há um impacto tributário em 9,25%, conforme Tabela 1, para as instituições financeiras temos:

Tabela 3 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP para instituições financeiras quando o beneficiário é tributado pelo lucro real até agosto de 2015

	Empresa pagadora financeira		Empresa recebedora		Impacto consolidado A+B-C-D		
	Vantagem Tributária Alíquotas (A)	Retenção tributária Alíquota (B)	Obrigação tributária Alíquotas (C)	Compensação tributária Alíquota (D)			
	Imposto de Renda	25%	0%	25%		0%	0%
	Contribuição Social	15%	0%	9%		0%	6%
JSCP na fonte (IRRF)	0%	15%	0%	15%	0%		
Pis e Cofins	0%	0%	9,25%	0%	-9,25%		
Total	40%	15%	43,25%	15%	-3,25%		

Fonte: elaborado pela autora

Tabela 4 - Análise consolidada sobre o impacto tributário de JSCP para instituições financeiras quando o beneficiário é tributado pelo lucro real a partir de agosto de 2015

	Empresa pagadora financeira		Empresa recebedora		Impacto consolidado A+B-C-D
	Vantagem Tributária Alíquotas (A)	Retenção tributária Alíquota (B)	Obrigaçã tributária Alíquotas (C)	Compensação tributária Alíquota (D)	
Imposto de Renda	25%	0%	25%	0%	0%
Contribuição Social	20%	0%	9%	0%	11%
JSCP na fonte (IRRF)	0%	15%	0%	15%	0%
Pis e Cofins	0%	0%	9,25%	0%	-9,25%
Total	45%	15%	43,25%	15%	1,75%

Fonte: elaborado pela autora

Como se pode observar nas Tabelas 3 e 4, enquanto para as empresas não financeiras que possuem uma controladora PJ pode se tornar oneroso, sob o ponto de vista tributário, efetuar o pagamento da remuneração a acionistas na forma de JSCP, para as empresas financeiras este impacto era negativo em 3,25% até agosto de 2015 e passou a ser uma vantagem tributária em 1,75% após agosto de 2015.

2.4.4 Exemplo numérico

Conforme exemplificado abaixo, utilizamos um exemplo numérico, a fim de simplificar o entendimento sobre os limites que os JSCP estão condicionados nas empresas. Para isso, vamos utilizar um cenário de uma empresa que possui a composição do seu patrimônio líquido, que totaliza R\$16.500 milhões, sendo: i) capital social de R\$10.000 milhões, ii) reservas de reavaliação de R\$1.500 milhões, iii) outras reservas de R\$2.000 milhões e iv) um montante em lucros acumulados de R\$3.000 milhões. Para tornar o exemplo mais real, para o ano, a empresa obteve um lucro líquido de R\$1.800 milhões.

Com base nessas informações, consideramos uma taxa simulada de 7% para a TJLP, que, conforme detalhado na norma que rege, é a taxa o qual se calculam os JSCP.

Tabela 5 - Exemplo numérico do benefício do JSCP

Patrimônio Líquido	
A - Capital Social	10.000
B - Reserva de Reavaliação	1.500
C - Outras Reservas	2.000
D - Lucros Acumulados	3.000
E - (= A+B+C+D) Total Patrimônio Líquido	16.500
Lucro do Exercício antes dos JSCP	1.800
Taxa anual – TJLP	7%

Fonte: elaborado pela autora

Com base nas informações, de forma simulada, montamos um demonstrativo do cálculo do benefício, de quando as empresas optam por utilizar dessa premissa em suas apurações de resultado com base nas informações detalhadas na lei. Vale lembrar que a PJ poderá deduzir os juros pagos ou creditados, a título de remuneração do capital próprio, calculados sobre as contas do patrimônio líquido e limitados à variação, pro rata dia, da TJLP (conforme detalhado na Lei nº 9.249/95, artigo 9º), que para este exemplo consideramos 7%.

Na sequência, demonstramos através da Tabela 6 o cálculo para os limites do benefício para a empresa que opta pelo pagamento na forma de JSCP.

Tabela 6 - Demonstrativo do cálculo do benefício de JSCP para a empresa pagadora

Demonstrativo do Cálculo	
A - Total Patrimônio Líquido	16.500
B - Reserva de Reavaliação	1.500
C - (= A-B) Base de Cálculo	15.000
D - Alíquota TJLP	7%
E – (C * D) Valor dos Juros	1.050
Limite de Dedutibilidade	
Maior valor de:	
50% Lucro do Exercício (1.800 x 50%)	900
Ou	
50% Lucros Acumulados (3.000 x 50%)	1.500
Valor Dedutível a ser contabilizado (maior valor do limite de dedutibilidade respeitando o limite do PL)	1.050
IRRF (15% a recolher)	158

Fonte: elaborado pela autora

Para o cálculo detalhado na Tabela 6, devemos deduzir do patrimônio líquido as reservas de reavaliação e aplicar a taxa de TJLP. Neste caso, o valor a ser pago a título de JSCP é de R\$1.050 milhões. Ainda, é preciso limitar o montante dos juros remuneratórios do patrimônio líquido, que é passível de dedução para efeitos de IR e CSLL, entre a limitação ao maior dos seguintes valores conforme a lei e já detalhados no Quadro 1, ou seja:

- a) 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido do exercício antes da dedução desses juros, ou;
- b) 50% (cinquenta por cento) do somatório dos lucros acumulados e reserva de lucros, sem computar o resultado do período em curso.

Neste caso, poderíamos usar o valor de R\$1.500 milhões. No entanto, reduzimos este valor para R\$1.050 milhões, por ser o limite do patrimônio líquido.

Na sequência inserimos a Tabela 7, que traz um exemplo de cálculo demonstrando a vantagem dos JSCP em relação à opção de distribuição de dividendos para a empresa pagadora. Para isso, remontamos a base de LAIR e também incluímos outros benefícios tributários, ou *tax shields*, com o propósito de demonstrar como os JSCP mantêm o benefício fiscal, mesmo combinado.

Tabela 7 - Vantagem dos JSCP enquanto benefício tributário

	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3	Cenário 4
	Pagamento na forma de dividendos	Pagamento na forma de dividendos com utilização de prejuízo fiscal	Pagamento utilizando o limite legal de JSCP (restante como dividendos)	Pagamento utilizando o limite legal de JSCP com utilização de prejuízo fiscal (restante como dividendos)
LAIR	4.545	4.545	4.545	4.545
Benefício de JSCP	-	-	1.050	1.050
Utilização do prejuízo fiscal	-	1.364	-	1.364
Valor IR e CS 34%	1.545	1.082	1.188	725
Lucro líquido do exercício	3.000	4.827	4.407	6.234
Alíquota efetiva	34%	24%	26%	16%
(-) Dividendos Propostos 30%	900	1.448	1.322	1.870
Distribuição na forma de JSCP	-	-	893	893
Distribuição na forma de dividendo	900	1.448	430	978
Sobra em Lucros acumulados	2.100	3.379	3.085	4.364

Fonte: elaborado pela autora

Na Tabela 7 foi utilizada uma base de prejuízo fiscal limitada de R\$2.500 milhões, decorrente de prejuízos fiscais de exercícios anteriores, limitado a 30% do seu uso no exercício, conforme legislação vigente. Por definição, utilizamos o pagamento do percentual de dividendos em 30%, uma vez que, nos estudos de Vancin e Procianoy (2015), é verificado que muitas empresas brasileiras optam pelo pagamento de dividendos adicionais.

Para evidenciar de forma completa o impacto dos JSCP na definição da remuneração aos acionistas, utilizamos quatro cenários. O primeiro cenário demonstra o pagamento na forma de dividendos, onde a empresa não possui prejuízos fiscais acumulados e não opta pelo pagamento via JSCP. Já o cenário 2 demonstra o pagamento na forma de dividendos, onde a empresa possui prejuízos fiscais acumulados, e não opta pelo pagamento via JSCP. No 3º cenário, é apresentado o pagamento na forma de JSCP até o seu limite de utilização, onde a empresa não possui prejuízos fiscais acumulados e efetua o restante do pagamento de dividendos pelo pagamento via JSCP. O quarto cenário demonstra o pagamento a acionistas no limite permitido de JSCP, possui de prejuízos fiscais acumulados e o pagamento do residual na forma de dividendos, até o limite definido de 30%, conforme detalhado no tópico 3.2.2.

Para a empresa que paga JSCP, conforme detalhado no quarto cenário, é clara a vantagem fiscal, uma vez que os JSCP podem ser deduzidos da base de cálculo dos tributos mais onerosos para as empresas (IR e CSLL), que juntas podem chegar a 34%. Do ponto de vista do acionista (PF), receber JSCP pode representar também uma vantagem, pois, apesar do recolhimento de 15% de IRRF, a empresa passa a ter um valor de resultado líquido maior, podendo distribuir mais resultados por conta da economia fiscal (como ocorre no exemplo). Todavia, no caso do acionista ser PJ, os benefícios fiscais reduzem, pois os créditos ou pagamentos recebidos em forma de JSCP passam a compor receitas financeiras não dedutíveis da base de cálculo do IR e da CSLL, conforme evidenciado por Yano e Alencar (2010).

Para evidenciar as diferenças de tributação que ocorrem quando se opta por dividendos ou JSCP, detalhamos na Tabela 8o comparativo entre as duas modalidades: quando a empresa decide pelo pagamento na forma de JSCP e quando opta pela forma de dividendos. Ambos estão amparados pela Lei nº 9.249/95 que detalha os impactos e os percentuais de tributos incidentes sobre os JSCP, seja para a empresa pagadora e recebedora e clarifica que, para evitar a bitributação, os dividendos são tributados apenas na empresa pagadora, quando ocorre o pagamento de tributos sobre os lucros apurados.

Tabela 8 - Valor a distribuir de JSCP x dividendos na empresa pagadora

	Empresa pagadora	
	JSCP	Dividendos
A - Base para pagamento	1.000.000	1.000.000
B - Imposto de Renda e Contribuição Social	34%	0%
C - JSCP na fonte (IRRF)	15%	0%
D - Pis e Cofins	0%	0%
Total tributos = (B - C)	19%	0%
Total nova base para distribuição	1.190.000	1.000.000

Fonte: elaborado pela autora

Com base nos percentuais de tributos que incidem para cada JSCP e dividendos, detalhados na Tabela 8, conseguimos observar que, para a empresa pagadora, quando é optado pela forma de JSCP, há um aumento no lucro a distribuir para o acionista, derivado do benefício fiscal que é gerado unicamente pela opção de distribuir na forma de JSCP. Já para dividendos o incremento não é observado, uma vez que a base já contempla os tributos que incidem sobre os lucros.

Sequencialmente, detalhamos na Tabela 9 a incidência de tributação ao acionista beneficiário, quando a empresa pagadora opta por JSCP ou dividendos.

Tabela 9 - Valor a receber de JSCP x dividendos na empresa beneficiária

	Empresa recebedora	
	JSCP	Dividendos
A - Base para pagamento	1.190.000	1.000.000
B - Imposto de Renda e Contribuição Social	34%	0%
C - JSCP na fonte (IRRF)	15%	0%
D - Pis e Cofins	9,25%	0%
Total tributos = (B - C + D)	28,25%	0%
Total recebido sem tributos	853.825	1.000.000

Fonte: elaborado pela autora

Com isso, quando observamos de forma global, verificamos que a tributação se torna mais elevada, ao ponto que o valor que o acionista recebe é maior que quando optado na forma

de dividendo, mesmo havendo um aumento na base, em função do benefício gerado na empresa pagadora. Esse fato poderia motivar os controladores a não optar pelos JSCP.

2.5 OS *TAX SHIELDS* BRASILEIROS

Os *tax shields* ou escudos fiscais são opções legais de redução do IR que objetivam a utilização do limite de deduções permitidas a partir de rendimentos tributáveis. Como exemplo, podemos citar: pagamento de fundos para contribuições de caridade, tomar uma dívida com terceiros, a fim de incluir a despesa de juros relacionada como uma despesa tributável, aquisição de ativos fixos, a fim de utilizar a depreciação acelerada como uma despesa tributável, dentre outros.

A estratégia de escudos fiscais pode ser usada para aumentar o valor de um negócio, uma vez que reduz o passivo fiscal que conseqüentemente reduz o valor dos ativos da entidade. Os efeitos do benefício fiscal deve ser utilizado em todo o fluxo de caixa, uma vez que a quantidade de dinheiro pago em impostos é impactado. Estratégias de escudos fiscais estão disponíveis tanto para as empresas quanto para as pessoas físicas brasileiras.

Dentre os mecanismos disponíveis na legislação brasileira, podemos citar o caso da elisão decorrente da lei, onde o próprio dispositivo legal permite ou até mesmo induz a economia de tributos. Este fato ocorre quando o próprio legislador concede ao contribuinte determinados benefícios fiscais. Os exemplos que podemos citar para as empresas são os incentivos à inovação tecnológica (PDI) e programa de alimentação ao trabalhador (PAT), onde o governo concede exclusões que desoneram base tributária, deduzindo o montante a ser tributado.

Outra contribuição que o planejamento tributário traz, diz respeito a hipóteses pela configuração de negócios das empresas de forma que se harmonizem com um menor ônus tributário, utilizando-se de elementos que a lei não proíbe ou que possibilitem evitar o fato gerador de determinado tributo com elementos da própria lei. Conforme Lopes e Martins (2006), como exemplo, a decisão de mudar a sede de uma empresa de serviços para um município cuja alíquota de imposto sobre serviços (ISS) seja mais baixa. A lei não proíbe que os estabelecimentos escolham o lugar onde exercerão atividades, pois os contribuintes possuem liberdade de optar por aqueles mais convenientes a si, mesmo se a definição do local for exclusivamente com objetivos de planejamento fiscal.

Quanto ao âmbito do IR e CSLL, é importante esclarecer o nível de tributação que as estruturas jurídicas brasileiras estão sujeitas. Na sistemática de apuração denominada de lucro

real, obrigatória para certas atividades e para as empresas de maior porte, as bases de cálculo do IR e da CSLL são apuradas a partir do resultado contábil, sobre o qual são feitos ajustes (adições, exclusões e compensações). Dessa forma, somando-se ambos os tributos (25% de IR e 9% de CSLL), tem-se uma alíquota teórica máxima de 34% sobre o lucro tributável, que, na maioria das vezes, não coincide com o lucro contábil.

A diferença entre lucro tributável e contábil é devido aos ajustes decorrentes de legislação tributária, relativos à relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil a despesas não dedutíveis, receitas não tributáveis e prejuízos fiscais acumulados. (POHLMANN; IUDICIBUS, 2010).

Em decorrência dos ajustes do lucro líquido para fins de apuração da base de cálculo dos tributos, podem surgir situações em que os valores contabilizados como despesas com IR e CSLL não coincidam com a alíquota média esperada. A explicação para esse fato é que muitas empresas apresentam elevados valores relativos a despesas não dedutíveis ou a receitas não tributáveis para fins de apuração dos tributos sobre o lucro. Essa sistemática de apuração dos tributos sobre o lucro tem o potencial de acarretar uma discrepância entre o valor dos tributos reportados na demonstração do resultado do exercício da empresa e o valor dos tributos que efetivamente devem ser por ela recolhidos relativo ao lucro tributável do período (POHLMANN; IUDICIBUS, 2010), em decorrência do uso de escudos fiscais.

2.6 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE DIVIDENDOS E JSCP

As primeiras evidências sobre estudos de finanças sobre remuneração de acionistas partem de duas linhas de estudos: primeira ou a escola do mercado perfeito, ou a teoria M&M, desenvolvida por Modigliani e Miller (1958), o qual defende a hipótese de que o pagamento dos dividendos não afetam o valor da firma e a riqueza total de seus acionistas. Parte-se da premissa que o valor da firma é determinado pela política de investimentos e pelo retorno proporcionado por seus ativos. Como consequência, os investidores são indiferentes quanto à origem de seus lucros, sejam eles em dividendos ou em ganhos de capital na valorização das suas ações.

A segunda é a escola do mercado imperfeito, derivadas do estudo de Lintner (1956), quando utilizou uma pequena amostra composta por apenas 28 entrevistas com executivos das maiores empresas americanas. Sua amostra indicou que os executivos se preocupavam com a estabilidade dos dividendos, e consideravam o lucro projetado como principal determinante na definição do nível de dividendos e planejavam a política de dividendos antes de sua

distribuição. Dessa forma, as empresas seguiam uma política de dividendos bem definida, sem grandes oscilações ao longo do tempo e gradualmente ajustável após elevações permanentes dos lucros. Este estudo foi continuado através do clássico de Gordon (1959). Ele refinou a parte da hipótese de que o valor de uma ação é uma função das expectativas futuras do pagamento de dividendos, ou seja, é igual ao valor presente dos infinitos fluxos futuros de dividendos, descontados a uma taxa compatível com o mercado e com o seu risco, ao serem recebidos pelo proprietário.

Em um estudo mais específico sobre política de dividendos, Miller & Modigliani (1961) aprofundaram o tema e citam que em um ambiente sem impostos, informação simétrica, possibilidade de contratos completos, ausência de custos de transação e mercados completos, a política de dividendos não impacta o valor da firma no mercado. Isso direciona a acreditar que a política de dividendos simplesmente possibilita a substituição de dividendos entre instantes diferentes de tempo, não alterando o valor da firma. Com isso, quando são inseridas as imperfeições ao modelo (informação assimétrica, presença de impostos, custos de agência e custos de transação), se passa a acreditar que a política de dividendos poderia afetar o valor da firma no mercado, uma vez que os agentes econômicos podem influenciar a política de dividendos de uma firma, e como essa política pode afetar o valor dela no mercado.

Quando analisamos as mudanças tributárias com estudos realizados no Brasil, embora tenham estudos anteriores, optamos por iniciar por Brito, Lima e Silva (2009), por se tratar de um estudo completo sobre o tema, uma vez que os autores buscaram comparar seus estudos com os de Fama e French (2001), efetuados nos Estados Unidos. Enquanto que no cenário norteamericano, as alíquotas tributárias sobre dividendos pagos à PF são maiores que as alíquotas sobre ganhos de capital, os acionistas sujeitos a esta estrutura tributária tendem a optar pela remuneração via recompra de ações a dividendos. No entanto, percebe-se, através do resultado deste estudo, uma gradual redução nos montantes pagos na forma de dividendos. Já no Brasil, Brito, Lima e Silva (2009) utilizaram uma base de anos de 1990 a 2003. Com isso, foi possível observar o comportamento das empresas para a distribuição de remuneração aos acionistas antes e após a aprovação do benefício de JSCP. E, conforme resultados encontrados, percebe-se um aumento significativo no número de empresas que distribuíram seus resultados de forma direta. Enquanto no período de 1990 a 1994, a média anual de empresas que distribuíram dividendos foi de aproximadamente 40% (reitera-se que neste período os JSCP ainda não haviam sido criados), para o período 1997-2003, 60% das empresas brasileiras distribuíram seus resultados via dividendos ou JSCP (já com a lei vigente).

Outros resultados relevantes sobre o tema de JSCP foram os estudos realizados por Santos (2007), Santos e Salotti (2008,a) e Santos e Salotti (2008,b). Nestes estudos, apesar de abordarem volumes de empresas distintas, há uma investigação sobre a relação entre a forma de distribuição de resultados e as características das empresas, tais como: setorial (se industrial, comercial ou de serviços), se são nacionais, estatais ou estrangeiras e se possuem ações em bolsa ou não.

A pesquisa de Santos (2007) buscou identificar as empresas que estavam pagando JSCP no cenário nacional. Ele observou as informações financeiras das empresas no período de 1995 a 2005, sendo que as empresas analisadas não estavam, necessariamente, presentes em todos os anos. Se avaliarmos o ano de 1996 foram avaliadas 493 demonstrações, enquanto que no ano de 2005, um total de 955. Não foram encontradas justificativas para tais diferenças, mas os resultados revelaram que 42% das empresas optam por distribuir JSCP. E dentre este universo, quase não há distinção entre o número de empresas industriais, comerciais e de serviços, revelando uma amostra equilibrada.

No entanto, avaliando a pesquisa sobre outra ótica, há dados mais relevantes. No que diz respeito ao critério de origem das empresas, de cada duas empresas estatais e estrangeiras, uma paga a referida distribuição de resultados através de JSCP.

Na mesma linha, no que se refere a presença em bolsa, Santos (2007) encontrou resultados mais significativos através de uma seleção efetuada com base na pesquisa das melhores e melhores empresas para se trabalhar. Nos resultados, foi evidenciado que dois terços das empresas com ações negociadas em bolsa optaram pelo pagamento de JSCP, enquanto as que não possuíam ações em bolsa, somente um terço das empresas distribuíram JSCP.

Posteriormente, um estudo realizado por Santos e Salotti (2008,a), o qual utilizaram a mesma base mencionada no estudo anterior de empresas não financeiras de capital aberto, fechado e empresas limitadas, extraídas do cadastro de empresas mantido pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), que é também a principal base utilizada para a edição anual das melhores e maiores empresas, publicado pela revista Exame. Para este estudo, foram selecionadas apenas as empresas no exercício de 2005 que remuneraram seus acionistas na forma de JSCP. Para essa base de 500 empresas, foram aplicados questionários afim de quantificar o nível de conhecimento das empresas acerca da utilização dos JSCP .

Ainda em 2008, Santos e Salotti (2008,a) utilizaram modelos estatísticos mais refinados e uma amostragem de quase 4000 empresas entre os anos de 2001 a 2006, incluindo as variáveis de tamanho da empresa e lucro obtido. Com isso, os resultados revelaram que as empresas

industriais têm se mostrado mais favoráveis ao pagamento de JSCP, seguidas pelas de serviços e por fim, as comerciais. Dentre o critério de empresas com negociação de ações em bolsa, novamente, as que possuem capital aberto tendem a pagar com maior frequência. Quanto ao tamanho, as empresas maiores utilizam mais os JSCP como forma de distribuição de resultados, bem como as empresas de maiores lucros. E, como visto em Santos (2007), as empresas estatais e estrangeiras tendem a fazer uso dos JSCP com maior frequência que as demais.

Sob o prisma de estudos focados na ótica tributária, é importante mencionar os resultados encontrados por Ness Junior e Zani (2001), o qual menciona que as empresas que poderiam estar usufruindo, não estejam aproveitando em sua plenitude, as oportunidades proporcionadas pela opção fiscal para redução da carga tributária, devido ao conhecimento insuficiente sobre os JSCP, uma vez que a base de dados utilizada foi dos anos de 1996 e 1997, quando a Lei nº 9.249/95, recém havia sido aprovada. Os resultados sugerem que o lançamento dos JSCP agrega valor à firma, embora de forma inferior ao benefício fiscal gerado pelo uso da dívida de capital de terceiros. Apesar de haver uma redução da carga tributária para as empresas que passaram a utilizar os benefícios de JSCP, não foi possível afirmar que essa prática tenha estimulado as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros.

Sob uma ótica de avaliar o nível de governança com a relação de pagamentos de JSCP, Yano e Alencar (2010) investigaram se empresas com melhores níveis de governança corporativa da BM&FBovespa tendem a pagar maiores volumes de JSCP, em uma amostra das 150 maiores companhias abertas brasileiras, com dados coletados para os anos de 2007 e 2008. Usando a técnica de regressão logística, os autores encontraram evidências que mostram que uma empresa com melhor nível de governança corporativa possui um terço a mais de chances de remunerar seus acionistas na forma de JSCP.

Paralelamente a este artigo, Colombo (2011) estudou os JSCP nas empresas de capital aberto, considerando os impactos para a empresa e seus beneficiários sob a ótica tributária. Assim como nos estudos mencionados acima, os resultados indicam 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.

O estudo de Boulton, Braga-Alves, Shastri (2012) é motivado pela concessão que a legislação societária brasileira oferece para as empresas no que se refere a distribuição de remuneração aos acionistas na forma de dividendos ou JSCP, sendo que a carga tributária é menor para última opção mencionada.

Um aspecto interessante neste artigo é a exploração dos JSCP com o viés de benefício tributário, partindo-se da premissa que os impostos possuem uma relevância importante na matriz de decisões das empresas. Além disso, os resultados evidenciam que existe uma probabilidade maior para as empresas que possuem elevados índices de rentabilidade, e elevados volumes de pagamentos de remuneração a acionistas optarem por JSCP. Contudo, quando ocorre o evento contrário, de redução, este evento não é observado.

Outro resultado interessante diz respeito ao nível de governança que a empresa está classificada. Melhores níveis, assim como encontrado nos estudos de Yano e Alencar (2012), fazem com que se tenha maiores volumes de pagamento na forma de JSCP. No entanto, apesar das vantagens tributárias que a utilização de JSCP, muitas empresas estudadas continuam pagando dividendos em vez de JSCP.

Um ponto a se observar neste trabalho é que os autores efetuaram o cálculo dos JSCP com a premissa de quanto se quer distribuir ao acionista. Os JSCP, diferentemente de dividendos possuem 3 limitadores, e aparentemente eles não foram levados em consideração nos exemplos de cálculo demonstrados no artigo, e não citam no texto e não deixam evidenciados se os valores estão dentro do limite.

Na dissertação de Scipelliti (2012), são analisados os fatores que influenciam a distribuição de resultados no Brasil. O estudo efetuou uma análise empírica do que se refere a decisão de distribuição de resultados em empresas listadas na BM&F Bovespa, sob a ótica de escolha entre dois mecanismos disponíveis no mercado brasileiro: dividendos e JSCP. Em linha com a teoria que deve haver uma preferência por parte das empresas a distribuírem seus resultados na forma de JSCP, o estudo mostra que este fator é relevante para a escolha, visto que a lucratividade e o volume de distribuição de recursos são positivamente relacionados tanto ao benefício fiscal quanto à preferência pelo uso de JSCP. Adicionalmente, o histórico de lucratividade impacta mais a decisão do que a lucratividade atual. Diferentemente de outros estudos, a variável de governança corporativa e a existência de outros benefícios fiscais não parecem influenciar nos resultados.

Obviamente, cabe citar que as diferenças nos resultados obtidos podem estar atreladas ao fato das bases serem distintas. Os resultados quanto a governança corporativa demonstram que a classificação do nível de governança para a base de 2008 a 2010 parecem não influenciar nos resultados, enquanto que Yano e Alencar (2010), com uma base de empresas nos anos de 2007 e 2008 identificam que as empresas com melhores índices de governança corporativa tendem a remunerar seus acionistas na forma de JSCP. As evidências encontradas no trabalho

confirmam um grande número de empresas brasileiras que mantêm o uso de dividendos, apesar de existirem vantagens fiscais relacionadas ao uso de JSCP.

Já o estudo de Zani, Leites, Macagnan e Portal (2014) avalia o impacto de JSCP sobre a estrutura de capital no contexto brasileiro. O que se destaca neste estudo é o quanto esta modalidade, aprovada pela Lei nº 9.249/95 pode beneficiar as empresas brasileiras e fornece um ingrediente adicional quando se avalia os efeitos sobre a estrutura de capital.

Resumidamente, a Tabela 8 apresenta os estudos, bem como as informações acerca dos estudos empíricos realizados que foram considerados de importantes para este estudo:

Tabela 10 - Resumos dos estudos empíricos efetuados sobre o tema

(continua)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Ness Junior e Zani	2001	Brasil	1996-1997	196 empresas não financeiras mais representativas da BM&FBovespa	Embora ainda com imperfeições, a introdução dos JSCP traz vantagens tributárias para as empresas. Com base nas alíquotas de tributação vigentes em 1998, seria possível reduzir a carga fiscal de 33% para 24%, com economia equivalente a 27% da alíquota original de IR e CSLL. Apesar de haver uma redução da carga tributária para as empresas que passaram a utilizar os benefícios de JSCP, não foi possível afirmar que essa prática tenha estimulado as empresas a financiar seu investimento com capital próprio em substituição ao capital de terceiros. Contudo, sugere que o uso dos JSCP ainda é pouco utilizado pelas empresas devido ao elevado volume de dúvidas sobre o assunto e pouca divulgação e esclarecimentos por parte dos órgãos governamentais.

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Santos	2007	Brasil	1995-2005	3000 empresas não financeiras de capital aberto, fechado e empresas limitadas.	Os resultados mostraram que aproximadamente 42% das empresas tem utilizado a alternativa do pagamento de remuneração a acionistas na forma de JSCP. Contudo não se observa uma concentração entre segmentos, sendo equilibrada entre os segmentos industriais, comerciais e de prestação de serviços. O ponto em que observa a distinção é na avaliação efetuada entre empresas com e sem ações na bolsa. Enquanto de cada três empresas com ação na bolsa duas pagam JSCP, entre as que não têm ação na bolsa de cada três apenas uma efetua o pagamento referido. Outra avaliação efetuada foi de acordo com a origem de seus respectivos capitais, em nacionais, estrangeiras e estatais. Destaca-se que as empresas estatais e estrangeiras, que, praticamente 50% das empresas pesquisadas remuneraram seus acionistas na forma de JSCP.

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Santos e Salotti (a)	2008	Brasil	2005	500 empresas não financeiras de capital aberto, fechado e empresas limitadas que efetuaram o pagamento de dividendos no exercício.	Os resultados foram obtidos através da aplicação de questionários, o que se obteve um percentual de respostas de 77,6%. Os resultados da pesquisa indicaram que a maioria das empresas entendem ter vantagens fiscais ao utilizar o JSCP como forma de remuneração aos acionistas. Observa-se que as empresas pesquisadas que pagaram JSCP (aproximadamente 84%), com destaque para as empresas estatais (97%), têm utilizado o limite legal para pagamento dos JSCP quase na sua totalidade. Verifica-se também que 63% das empresas que pagaram JSCP compensaram tais valores com os dividendos devidos no exercício. Com relação a origem do capital, constata-se que as empresas estrangeiras e as estatais possuem política de distribuição de dividendos mais conservadora do que as nacionais. Constatou-se, ainda, que a maior parte das empresas pesquisadas (95% da amostra), independentemente da natureza jurídica, origem do capital ou setor de atividade, entende ter vantagens fiscais ao utilizar os JSCP para remunerar seus acionistas.

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Santos e Salotti (b)	2008	Brasil	1995-2005	4000 empresas não financeiras de capital aberto, fechado e empresas limitadas.	Diferentemente dos resultados obtidos por Santos (2007), observa-se que as empresas industriais têm se mostrado mais favoráveis ao pagamento de JSCP, seguidas pelas de serviços e as comerciais. Quanto ao tamanho, as empresas maiores utilizam mais os JSCP como forma de distribuição de resultados, bem como as empresas de maiores lucros. E, como visto em Santos (2007), o estudo reforça os resultados encontrados quanto a avaliação de negociação de ações em bolsa, onde novamente as empresas que possuem capital aberto tendem a pagar mais que as empresas de capital fechado e as empresas estatais e estrangeiras tendem a fazer uso dos JSCP com maior frequência que as nacionais.
Brito, Lima e Silva	2009	Brasil	1990-2003	347 empresas não financeiras de capital aberto	Diferentemente dos resultados de Fama e French (2001), houve, no Brasil, um aumento das empresas remunerando diretamente seu acionista. As empresas que distribuíram seus lucros via JSCP ou dividendos são mais lucrativas, maiores e menos endividadas. Que a redução da carga tributária para a remuneração direta aos acionistas torna essa opção mais interessante que pela remuneração indireta (recompra de ações). Conclui-se que o aumento da remuneração está relacionada as mudanças das características das firmas.

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Yano e Alencar	2010	Brasil	2007-2008	150 empresas de capital aberto selecionadas na Economática	As empresas com melhores níveis de Governança Corporativa têm maior propensão a pagar JSCP em 32% a mais do que as demais, considerando-se os dados no ano de 2008. Para o ano de 2007 o estudo apontou resultados na mesma direção, porém sem significância estatística.
Colombo	2011	Brasil	1997-2008	404 empresas listadas na BM&FBovespa	O estudo buscou aprofundar a análise da distribuição de JSCP nas empresas de capital aberto considerando a legislação tributária tanto do ponto de vista da empresa, quanto e de seus beneficiários. Os resultados sugerem 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, uma vez que essa prática concede maiores benefícios aos acionistas minoritários.

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Boulton, Braga-Alves e Shastri	2012	Brasil	1996-2007	286 empresas e 1.427 observações de empresas não financeiras de capital aberto, listadas na BM&FBovespa	<p>O estudo é motivado pela concessão que a legislação societária brasileira oferece para as empresas, no que se refere a distribuição de remuneração aos acionistas na forma de dividendos ou JSCP, sendo que a carga tributária é menor para última opção mencionada.</p> <p>Os resultados demonstram que os impostos possuem uma relevância importante, uma vez que os índices de rentabilidade estão positivamente relacionados com a probabilidade que uma empresa possui de optar pelos JSCP. Além disso, existe uma probabilidade maior para as empresas que aumentam os índices de rentabilidade, e conseqüentemente, os volumes de pagamentos de alterar a forma para JSCP. Contudo, quando ocorre o evento contrário, de redução, este evento não é observado. Outro resultado interessante diz respeito ao nível de governança que a empresa está classificada. Melhores níveis, fazem com que se tenha maiores volumes de pagamento na forma de JSCP. No entanto, apesar das vantagens claras de JSCP, muitas empresas estudadas continuam pagando dividendos em vez de JSCP. Seu motivo pode estar na reação do mercado quanto ao anúncio de dividendos ou atendimento a demandas de investidores.</p>

(continuação)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Scripelliti	2012	Brasil	2008 2010	312 observações oriundas de 164 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa	O estudo buscou identificar os fatores que influenciam a escolha entre os dois mecanismos de distribuição direta de resultados no Brasil: dividendos e JSCP. Os resultados sugerem que empresas com altos volumes de lucros acumulados e com uma política mais agressiva de distribuição de resultados tendem a utilizar os JSCP e que a lucratividade histórica tende a ser mais relevante do que a lucratividade atual das empresas para a definição da forma de distribuição de resultados aos acionistas. Adicionalmente, os resultados indicam que a governança corporativa, bem como benefícios fiscais alternativos (como despesas com depreciação e alavancagem financeira) não parecem influenciar os resultados pela decisão. Além disso, este trabalho identificou que empresas cujo controle é estatal tendem a preferir usar JSCP em vez de dividendos.

(conclusão)

Autor	Ano	Local da pesquisa	Período pesquisado	Tamanho da amostra	Conclusões
Zani, Leites, Macagnan e Portal	2014	Brasil	1998 2006	370 companhias de capital aberto não financeiras, de seguros e fundos.	O estudo buscou avaliar o impacto dos JSCP, em decisões de estrutura de capital. A grande contribuição deste estudo é a inclusão da variável de JSCP na análise, quando falamos de estrutura de capital. Diferentemente de outros países que basicamente possuem como benefício da dívida tomada o capital de débito, o Brasil, com a aprovação da Lei nº 9.249/95 passou a contar também com a dedução de IR e CS quando opta pelo pagamento a seus acionistas na forma de JSCP, uma vez que ele se torna uma despesa financeira dedutível para tais tributos.

Fonte: elaborado pela autora.

Conforme podemos observar através dos estudos empíricos detalhados na Tabela 10, os JSCP permitem a análise dos possíveis aspectos que impactam as decisões sobre o pagamento da remuneração aos acionistas desta forma, em detrimento das oportunidades que foram criadas quando da homologação da Lei nº 9.249/95. Dentre os achados já encontrados através dos estudos realizados, é possível perceber a evolução dos JSCP no cenário brasileiro, bem como as características das empresas que adotam essa modalidade de pagamento de remuneração aos acionistas em detrimento dos dividendos, bem como os impactos dos fatores como governança corporativa, nível de lucratividade, tamanho da empresa, decisões sobre estrutura de capital, lucratividade histórica, *payout*, segmentos em que as empresas estão inseridas e vantagens tributárias podem impactar as decisões pelo pagamento da remuneração aos acionistas no cenário brasileiro.

3 METODOLOGIA

Aborda-se neste capítulo a população e amostra, o plano de coleta e tratamento dos dados, a hipótese, procedimentos metodológicos, bem como as limitações do modelo.

3.1 POPULAÇÃO, AMOSTRA E CARACTERIZAÇÃO DA POPULAÇÃO

A pesquisa utiliza dados públicos das empresas listadas na BM&FBovespa, no período que compreende os anos de 2009 a 2015.

Os anos escolhidos iniciam em 2009, devido a disponibilidade das informações que são necessárias para este estudo. Com a alteração da Instrução CVM nº 202/93 para a nº 480/09, as informações anuais não financeiras (IAN) foram substituídas peloFR, o qual passou a contemplar um maior número de informações das empresas, conforme o seu porte e área de atuação. O novo formulário passou a conter um maior detalhamento e uma estrutura definida, seguindo um padrão sobre a divulgação em relação às características da empresa, facilitando a compreensão do acionista ou possível investidor.

Os dados utilizados neste estudo foram extraídos da Economática, BM&FBovespa e CVM.

Usando a Economática, efetuamos a coleta das informações financeiras, como o balanço patrimonial e resultado líquido do exercício de todas as empresas listadas na BM&FBovespa. O fator que motivou o uso da Economática diz respeito a confiabilidade das informações disponibilizadas, uma vez que a sua fonte primária de dados é a CVM e a BM&FBovespa.

Para as informações como estrutura acionária e forma de pagamento dos resultados aos acionistas, utilizamos as informações disponibilizadas na CVM. Embora a Economática possua a informação sobre a estrutura acionária das empresas, disponibilizadas na data da ocorrência do evento de alteração da estrutura. Em virtude disso, como a informação utilizada nesta dissertação se refere à posição de encerramento do ano, optamos pela utilização disponibilizada na CVM, no FR de cada empresa, para cada ano analisado.

Outra informação que coletamos individualmente na CVM, trata da forma como foram efetuados os pagamentos de remuneração aos acionistas. Como a Economática não dispõe da informação aberta acerca da forma de pagamento, efetuamos a coleta em cada demonstração financeira, ou, na ausência da informação, na consulta das atas que deliberaram a destinação dos lucros. Com base nestas fontes, detalhamos a forma de remuneração a acionistas: se houve

destinação e qual a forma como ocorreu: se dividendos, JSCP ou na forma mista de dividendos e JSCP.

As informações acerca do nível de governança corporativa que a empresa está enquadrada foram coletadas da BM&FBovespa. Como o site apresenta apenas a classificação do nível em que a empresa está enquadrada na data atual, efetuamos contato direto com a instituição, com o objetivo de obter os dados históricos, em função da classificação ser atualizada anualmente. Em alguns casos, por identificarmos a troca de classificações ao longo dos anos analisados através do material recebido da BM&FBovespa, efetuamos a confirmação das informações através dos relatórios de administração ou release de resultados divulgados pelas empresas.

Portanto, pelos motivos expostos, a combinação de informações disponibilizadas na Economática, no site da BM&FBovespa e na CVM foi a forma que entendemos ser a mais adequada para os objetivos deste estudo.

A amostra inicial do estudo é formada por 386 empresas, com 2.702 possíveis observações. Foram excluídas do estudo as observações que:

Não divulgaram o FR no site da CVM - total de 3 observações¹;

Apresentaram informações incompletas, onde não foi possível fazer o uso da informação - total de 9 observações;

Se referem a observações de anos anteriores ao seu ingresso na BM&FBovespa, decorrentes de oferta pública inicial (IPO), o qual não foram disponibilizadas as informações acerca da estrutura acionária dos anos anteriores - total de 166 observações;

Não detalharam a forma de pagamento da remuneração aos seus acionistas - total de 4 observações;

Não efetuaram o pagamento da remuneração aos acionistas - total de 837 observações.

Com esse refinamento, o número total de empresas avaliadas foi de 308, com 1.683 observações.

¹A exclusão pela falta do FR se deu no último ano da observação, em virtude das empresas não terem efetuado a divulgação para a CVM. Em virtude da ausência da informação, utilizamos as observações coletadas para essas empresas nos anos anteriores, excluindo apenas o ano e a observação em que não foi possível efetuar a coleta das informações.

3.2 PLANO DE COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Para o atendimento do objetivo deste estudo, foi necessário estruturar a coleta das informações da seguinte forma:

Seleção, através da Economática, das empresas listadas na BM&FBovespa;

Cruzamento da coleta efetuada na Economática com as informações divulgadas no site da CVM, a fim de certificar que a base estava completa;

Coleta das informações acerca da forma de remuneração aos acionistas;

Pesquisa e compilação das informações conforme a estrutura acionária de cada uma das empresas, para cada ano selecionado, no FR disponibilizado pelas empresas e disponível no site da CVM;

Coleta das informações conforme a classificação da BM&FBovespa, conforme o nível de governança que cada empresa está classificada, para cada ano selecionado;

Referente ao passo 1, foi efetuada a busca das informações na Economática. Para isso, foram selecionadas as empresas de capital aberto, através da classificação "Empresas - básico (base CVM)", listadas na BM&FBovespa, no período de 2009 a 2015, podendo ter observações excluídas em algum dos anos em decorrência da ausência das informações, conforme detalhado no tópico 3.1. Em posse desta listagem, foi efetuado o passo 2, que trata do cruzamento desta coleta com as empresas que divulgam suas informações no site da CVM. Para isso, desconsideramos as informações sobre as empresas que encerraram a divulgação das informações ao mercado, em detrimento da falta de informações para compor a base.

O passo 3 combinou a coleta das informações na Economática, com a busca nas demonstrações financeiras de cada empresa, para cada ano estudado. Como a Economática traz apenas a informação sobre o montante total de valores destinados a remuneração de seus acionistas, foi necessária uma coleta mais detalhada e abrangente acerca desta informação. Para isso, classificamos as empresas de duas formas: aquelas que não efetuaram pagamentos a acionistas e as empresas que possuíam valores informados na Economática.

Para as empresas que não efetuaram pagamentos a acionistas, foi efetuada a confirmação nas demonstrações financeiras sobre a ausência de pagamentos a acionistas para a tabulação dos dados. Para as empresas que possuíam valores informados a título de remuneração a acionistas, foi necessária uma abertura sobre a forma como a remuneração aos acionistas foi efetuada: se unicamente através de JSCP, unicamente na forma de dividendos, ou de forma combinada (dividendos e JSCP). Para esta etapa foi necessário buscar as informações divulgadas ao mercado através da base de informações disponíveis nas demonstrações

financeiras. Como não há um padrão na divulgação das informações, a coleta foi efetuada nas notas explicativas das demonstrações financeiras, especialmente na nota de divulgação da distribuição de lucros do ano, demonstrações das mutações do patrimônio líquido (DMPL) e release de resultados, para cada ano analisado. Quando a informação não estava disponível nestes meios, foi efetuada a leitura das atas divulgadas ao mercado que tratam da distribuição de remuneração aos acionistas.

Após a coleta destas informações, com a base de 308 empresas, ou 1.683 observações, apresentou a seguinte característica, no que se refere à forma como foram efetuados os pagamentos aos acionistas, conforme detalhado nas Tabelas 11 e 12. Cabe destacar que temos a presença de 308 empresas ao longo dos anos de 2009 a 2015. Em virtude dos ingressos e saídas de empresas na base, decorrentes de processos de IPO, não pagamento de remuneração a acionistas ou encerramento das atividades das empresas.

Tabela 11 - Resumo das observações sobre forma de distribuição de lucros de 2010 a 2012

Tipo	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
1- JSCP	32	14%	35	15%	33	14%	30	12%
2- Dividendos	133	57%	126	53%	112	48%	133	55%
3- JSCP + Dividendos	68	29%	79	33%	87	38%	78	32%
Total (1+2+3)	233	100%	240	100%	232	100%	241	100%

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 12 - Resumo das observações sobre forma de distribuição de lucros de 2013 a 2015

Tipo	2013	%	2014	%	2015	%	Total*	%*
1- JSCP	28	11%	36	15%	40	17%	234	14%
2- Dividendos	138	55%	131	53%	133	56%	906	54%
3- JSCP + Dividendos	87	34%	81	33%	63	27%	543	32%
Total (1+2+3)	253	100%	248	100%	236	100%	1683	100%

Fonte: elaborado pela autora.

* Soma das tabelas 11 e 12.

As Tabelas 11 e 12 detalham como as empresas efetuaram a distribuição dos resultados apurados. Como temos um montante de 1.683 observações, distribuímos em três classificações.

A primeira classificação, denominada JSCP traz a quantidade de eventos, o qual as empresas optaram pela distribuição de resultados unicamente na forma de JSCP em cada um

dos anos analisados. A segunda classificação, denominada dividendos, detalha a quantidade de eventos onde houve o pagamento exclusivamente na forma de dividendos.

A terceira foi denominada JSCP + dividendos e traz a quantidade de eventos registrados, o qual as empresas combinaram os pagamentos a seus acionistas nas formas de JSCP e dividendos para o mesmo exercício social. Na sequência, temos o somatório das três classificações assim como na coluna final, que apresenta o somatório para cada um dos itens já mencionados.

Conforme podemos observar, há distinções no número de observações, quando comparamos 2009 com 2015. Temos basicamente duas razões que justificam tal incremento: a primeira, deriva dos IPO's realizados ao longo dos anos em função das empresas que ingressaram na BM&FBovespa através da oferta pública de ações. A partir desta data, as informações passaram a ser públicas e se tornou possível incluir as empresas na base deste estudo.

A segunda razão que justifica as oscilações, derivam de questões econômicas, que interferem diretamente na distribuição de lucros aos acionistas. Sob este aspecto, observamos que nos anos de 2009 e 2015 a quantidade de empresas que distribuiu lucros aos seus acionistas foi menor. Uma das possibilidades que podem justificar os números menores decorrem de crises que impactaram a economia brasileira. O oposto também ocorreu: os anos de 2012, 2013 e 2014, o qual os resultados das empresas foram positivamente impactados por um bom momento econômico.

Para o passo 4, que trata da estrutura acionária das empresas, a busca das informações ocorreu, primeiramente através da Economatica. Para isso, foi necessário o acesso individualizado em cada empresa, para a coleta dessa informação. Na sequência, foi efetuada a validação através do cruzamento das informações detalhadas no tópico 15 do FR. Conforme Leal e Carvalho (2002) as empresas de capital aberto têm a obrigação de emitir o relatório para a CVM antes do final do primeiro semestre subsequente, relativo ao ano fiscal anterior. Tal informação também é evidenciada na instrução CVM nº 480/09. Com isso, foi possível obter o detalhamento do percentual do acionista controlador e a sua estrutura (se PJ ou PF), bem como de toda a estrutura acionária de cada empresa analisada até o limite de 5% de ações, para cada ano estudado.

Após a coleta destas informações, a base de 308 empresas, ou 1.683 observações apresentou a seguinte característica, no que se refere a forma como estão estruturados societariamente os controladores das empresas estudadas, conforme detalhado nas Tabelas 13 e 14.

Tabela 13 - Resumo sobre a estrutura societária do controlador entre 2009 e 2012

Tipo	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
1- PJ	204	88%	213	89%	206	89%	209	87%
2- PF	29	12%	27	11%	26	11%	32	13%
Total (1+2)	233	100%	240	100%	232	100%	241	100%

Fonte: elaborado pela autora

Tabela 14 - Resumo sobre a estrutura societária do controlador entre 2013 e 2015

Tipo	2013	%	2014	%	2015	%	Total*	%*
1- PJ	221	87%	210	85%	200	85%	1463	87%
2- PF	32	13%	38	15%	36	15%	220	13%
Total (1+2)	253	100%	248	100%	236	100%	1683	100%

Fonte: elaborado pela autora

* Soma das tabelas 13 e 14.

As Tabelas 13 e 14 detalham como os controladores das empresas o qual efetuamos a coleta de dados estão estruturados societariamente. Para isso, utilizamos duas classificações: a primeira, denominada PJ, foram agrupamos todos os controladores que possuem um CNPJ, seja individual ou combinado, e estrutura de empresa governamental ou privada, com controle nacional ou estrangeiro.

Na segunda linha, temos o detalhamento de observações que possuem na sua estrutura de controlador uma PF. Assim como nas Tabelas 11 e 12, a linha final representa o somatório das linhas anteriores, neste caso, 1 e 2. A coluna final traz o somatório para cada uma das duas classificações já detalhadas acima.

Cabe destacar que não temos impactos, para este estudo, nos casos em que algumas PFs acabam constituindo empresas para atuar de forma disfarçada como PJ. Isso decorre de estarmos observando, tanto para PFs quanto para PJs, o aspecto tributário o qual estão inseridas.

Ao analisarmos a planilha, verificamos que 13,07% da amostra decorre de acionistas PF. Observamos que, diferentemente da linha 1, denominada PJ, há um crescimento gradativo no número de acionistas PF. Em 2009 e 2010, verificamos que a redução decorre da alteração societária de 2 empresas, que migraram de PF para PJ. Para 2011, identificamos a redução em 1 observação ocasionada por pelo não pagamento de remuneração a acionistas de uma empresa que possui acionista controlador PF, em função de seu resultado ter sido negativo.

Já os anos 2012 e 2013 tiveram um incremento em 6 observações, quando comparamos com ano de 2011, decorrência da alteração societária de 4 empresas, mudando de PJ para PF e duas empresas, ingressantes por IPO, assim como em 2014, onde do incremento das 6 observações, 4 decorrem alteração societária de 4 empresas, e 2 são ingressantes por IPO. Em 2015, a redução decorre do não pagamento da remuneração a acionistas de 12 empresas, quando comparamos com o ano anterior.

Quando observamos as oscilações de PJ ao longo dos anos, percebe-se que do montante da amostra, 62,75% da amostra analisada não sofreram alterações nos períodos, ou seja, não houve mudança de controlador de 2009 a 2015. Seqüencialmente, verificamos que 9,80% da amostra aumentaram no período em decorrência de IPO's, enquanto que 10,64% da amostra oscilou em decorrência de alterações na estrutura acionária entre PF e PJ. Para a amostra restante, ou seja, 10,64% dos controladores, houve alterações no período originárias de mudanças de controle. Para este último caso, embora tenha ocorrido alteração, elas foram entre diferentes PJs, ou seja, uma determinada empresa deixou de ser controlada por uma PJ e passou a ser controlada por outra.

Com relação ao passo 5, que trata do nível de governança corporativa que cada empresa está classificada, para cada ano analisado, efetuamos a coleta das informações através das informações disponibilizadas pela BM&FBovespa.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) define que governança corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. O instituto menciona que as boas práticas de governança auxiliam na longevidade das empresas e acesso ao capital. Com base nas informações acima citadas, a BM&FBovespa criou segmentos de listagem de empresas, com níveis diferenciados de governança corporativa (Procianoy e Verdi, 2003). Dessa forma, tal como utilizado por Procianoy e Vancin (2015) criamos *dummies*, uma para cada segmento. Contudo, a classificação utilizada por Procianoy e Vancin (2015) detalhou como: novo mercado, nível 1, nível 2 e tradicional. Nesta dissertação, por termos incluído as empresas que pertencem ao segmento Bovespa Mais (nível 1 e 2), efetuamos a classificação de forma distinta. O segmento Bovespa Mais é uma opção para as empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual objetivando fomentar o crescimento de empresas menores via mercado de capitais. Este acesso permite que a empresa adote de forma gradual padrões de governança corporativa e transparência com o mercado.

Após a coleta destas informações, a base de 308 empresas, ou 1.683 observações apresentaram as seguintes classificações, no que se refere aos níveis de governança corporativa, conforme detalhado nas Tabelas 15 e 16.

Tabela 15 - Resumo das observações sobre a classificação das empresas listadas na BM&FBovespa de 2009 até 2012

Níveis de GC	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%
Novo Mercado	77	33%	86	36%	86	37%	87	36%
Nível 1 e 2	40	17%	41	17%	41	18%	39	16%
Tradicional	116	50%	113	47%	105	45%	113	47%
Bovespa Mais	0	0%	0	0%	0	0%	2	1%
Total	233	100%	240	100%	232	100%	241	100%

Fonte: elaborado pela autora

Tabela 16 - Resumo das observações sobre a classificação das empresas listadas na BM&FBovespa de 2013 até 2015

Níveis de GC	2013	%	2014	%	2015	%	Total*	%*
Novo Mercado	95	38%	96	39%	94	40%	621	37%
Nível 1 e 2	41	16%	39	16%	35	15%	276	16%
Tradicional	114	45%	109	44%	101	43%	771	46%
Bovespa Mais	3	1%	4	2%	6	3%	15	1%
Total	253	100%	248	100%	236	100%	1683	100%

Fonte: elaborado pela autora

* Soma das tabelas 15 e 16.

As Tabelas 15 e 16 detalham como estão classificadas as empresas conforme o nível de governança corporativa medido pela BM&FBovespa. Para isso, utilizamos as classificações que a instituição utiliza, em consonância com as regras e obrigações que existem perante a LSA e têm como objetivo melhorar a avaliação das empresas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.

Conforme material de divulgação disponível no site da BM&FBovespa, as regras ou classificação visam atrair os investidores, uma vez que assegura os direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado.

No Novo Mercado, que é considerado o mais avançado nível de governança corporativa, estão classificadas as empresas que de forma voluntária adotam práticas que excedem as exigências de leis e normas e sobre o direito dos acionistas. As empresas listadas no Novo Mercado só podem emitir ações com direito a voto, ou seja, ações ordinárias. Para as empresas pertencentes a essa classificação, utilizamos 1 nos casos em que a empresa integra o nível “NM” de governança corporativa no ano da observação e 0 nos demais casos.

Para os níveis 1 e 2² observamos que as empresas classificadas em nível 2, seguem todas as exigências que as empresas classificadas no NM, com a única diferença que podem manter ações preferenciais, ou sem direito a voto. Já no caso de empresas de nível 1, as empresas divulgam informações adicionais às exigidas em lei, como relatórios financeiros mais completos, informações sobre negociações feitas por diretores, executivos e acionistas controladores. Para isso, as empresas devem manter um *free float*, ou quantidade percentual de ações livres para negociação no mercado, de no mínimo de 25%. Para as empresas classificadas nestes dois segmentos, classificamos nossa *dummy* com valor 1 nos casos em que a empresa integra o nível “Nível 1 e 2” de governança corporativa no ano da observação, assumindo 0 nos demais casos.

O segmento classificado como nível tradicional é composto por aquelas empresas que cumprem apenas com as obrigações básicas para estarem listadas, seguindo a LSA. Para este segmento, utilizamos o valor de 1 nos casos em que a empresa integra o nível “Trad” de governança corporativa no ano da observação e 0 nos demais casos.

Para os casos classificados como Bovespa Mais, estão classificadas as empresas que desejam acessar o mercado de forma gradual. Este segmento tem como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias empresas e inseri-las no mercado de capitais. Quando a empresa está listada neste segmento, é assumido um compromisso no que se refere a manutenção de elevados padrões de governança corporativa e de transparência. Para as empresas classificadas nestes segmentos, mantivemos como constante no modelo, a fim de compararmos a sua probabilidade com os demais.

Na sequência da análise deste material, na Tabela 17, detalhamos as informações, tanto da variável dependente, quanto das variáveis explicativas referentes a média, desvio padrão, mínimo e máximo.

²Embora tenhamos apresentado os resultados dos níveis 1 e 2 agrupados, rodamos as regressões de forma individualizada e não encontramos alterações nos resultados obtidos em nenhuma das variáveis e para N1 e N2.

Nestas informações, já excluímos as 1.019 observações, o qual detalhamos no capítulo 3 os motivos pelo qual as informações não foram inclusas. Com isso, do total possível da nossa amostra, ou seja, 2.702 observações, a utilização de 1.683 observações, temos um percentual de utilização de 62,29%, o que representa que temos uma amostra similar ao observado em estudos como os de Brito, Lima e Silva (2009), que de 347 empresas, utilizaram apenas os resultados de 242 empresas, devido a ausência de informações, ou os estudos de Santos e Salotti (2007, a) onde de 500 observações iniciais, foi possível utilizar 388, correspondendo a um montante de 77,6%.

Tabela 17 - Estatística Descritiva Variável Dependente e Variáveis Explicativas

Variável	Tipo da Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
JSCP	Dummy	1.683	0,461	0,498	0	1
ROE	Quantitativa	1.683	0,182	0,851	-2,48	29,47
Tam	Quantitativa	1.683	6,467	0,94	2,45	9,15
Payout	Quantitativa	1.683	0,9826	3,9897	0,001	82,83
NM	Dummy	1.683	0,368	0,482	0	1
N12	Dummy	1.683	0,163	0,37	0	1
Trad	Dummy	1.683	0,458	0,498	0	1
PJ	Dummy	1.683	0,889	0,337	0	1

Fonte: elaborado pela autora

Com relação a variável ROE e *payout*, observamos que há variabilidade e que existe uma distância grande entre o valor máximo e o desvio padrão. Como o desvio padrão mede a dispersão sobre a média, ou a distância média de observações individuais em relação à média, o fato de termos os valores de extremos distantes, pode haver uma interferência nos resultados. Sobre este ponto, detalhamos os impactos no tópico 4.3.

Sobre as variáveis *dummies*, verificamos que as oscilações identificadas no desvio padrão de cada uma se refere a quantidade de observações classificadas em 0 e em 1, conforme detalhado na Tabela 18.

Tabela 18 - Quantidade de observações das dummies

<i>Dummies</i> de governança corporativa	Quantidades de 1	%	Quantidades de 0	%
Novo Mercado	621	37%	1.062	63%

Fonte: elaborado pela autora

Como podemos observar, para fins de análises descritivas, o setor de empresas financeiras e afins correspondem a 24,53% do total das observações selecionadas. Em virtude desta representatividade e, como nos estudos já anteriormente citados, as observações foram excluídas da amostra, optamos por avaliar especificamente este segmento de observações, a fim de comparar com as demais observações.

Com a base coletada e os dados tratados para a utilização de dados em painel, detalhamos abaixo como está estruturada a hipótese a ser testada, visando responder aos objetivos propostos nesta dissertação.

3.3 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA

Tendo em vista o contexto apresentado no referencial teórico, os JSCP são uma modalidade de remuneração ao acionista que oportunizam estudos diferenciados no Brasil, especialmente quando combinamos ao fato de termos uma elevada concentração acionária.

A estrutura acionária das empresas no país, quando observada na ótica da elevada concentração conforme exposto por Procianoy e Vancin (2016), permite a inclusão deste fator como um diferencial no cenário brasileiro, o qual pode interferir em diversos aspectos, dentre eles, o poder de decisão das empresas.

Outra consequência da elevada concentração acionária é a tomada de decisão de forma unilateral muitas vezes desconsiderando o impacto desta no seu acionista minoritário, ocasionando um problema de agência do tipo principal/ principal, conforme detalhado no tópico 2.6.

Usando dessa combinação, conforme a situação problema enunciada e dos objetivos propostos neste trabalho, elaboramos as seguintes hipóteses, detalhada abaixo:

H1: As empresas que não optam pelo pagamento na forma de JSCP possuem na sua estrutura acionária uma PJ como controladora.

A hipótese H1 sugere que decisão pela opção de remuneração aos acionistas na forma de JSCP sofre interferência da estrutura acionária, especialmente quando há uma PJ como controladora. Essa expectativa deriva do fato, conforme exposto anteriormente, de não haver benefício tributário quando o acionista recebedor da remuneração de acionistas na forma de JSCP for uma PJ. E, em virtude de termos no Brasil um elevado índice de empresas com capital concentrado formado por PJs, entende-se que pode haver uma interferência para que a decisão

de remunerar o acionista seja na forma de dividendos. Com isso, conforme exposto por Procianoy e Vancin (2016), os problemas de agência tendem a se tornar conflitantes e, conforme Procianoy (1994), os minoritários podem ser prejudicados em detrimento das decisões tomadas pelos controladores caso existam problemas de agência.

Combinando estes fatores, desenhamos a hipótese H1 na linha que as empresas que possuem controle acionário concentrado na forma de PJ tendem a não optar pelo pagamento na forma de JSCP, uma vez que não se torna vantajoso usar dessa opção quando efetuamos a análise consolidada da tributação incidente dos JSCP.

Com isso, evidenciam-se as questões de agência, uma vez que, quando o controlador toma a decisão em prol dos seus interesses, ele pode estar prejudicando o acionista minoritário. Resumidamente, temos os seguintes resultados esperados:

Quadro 3 - Resultados esperados conforme H1

Variável	Definição	Nome	Detalhamento	Resultado esperado
Dependente	Pagamento de JSCP	JSCP	Assume valor 1 nos casos em que há pagamento de JSCP no ano; assume valor 0 nos demais casos	NA
Independente	Pessoa Jurídica	PJ	Assume valor 1 nos casos em que a empresa apresenta controle acionário composto por uma pessoa jurídica no ano da observação; assume valor 0 nos demais casos.	-

Fonte: elaborado pela autora

Conforme Quadro 3, detalhamos as variáveis testadas para H1. Para a variável dependente, temos como métrica o pagamento da remuneração dos acionistas ser efetuada na forma de JSCP ou não. Já para a variável independente, temos a avaliação se a estrutura acionária do controlador é formada por uma PJ ou não. Para este cenário, esperamos uma relação positiva entre o fato de haver uma PJ na estrutura acionária do controlador com o fato de não serem definidos pagamentos na forma de JSCP quando da definição do pagamento aos acionistas.

Adicionalmente, efetuamos uma análise detalhada nas observações que ocorreram pagamentos na forma de JSCP, como uma contraprova da hipótese testada. Para isso, avaliamos

como são as estruturas acionárias dos controladores das empresas que optaram pela remuneração a acionistas na forma de JSCP, conforme exposto no capítulo 4. Sequencialmente, detalhamos a hipótese 2:

H2: Quanto maior a lucratividade, o tamanho e payout de uma empresa, maior é a probabilidade de pagamento na forma de JSCP

Esta hipótese defende que empresas maiores, mais lucrativas e que distribuem maiores valores a acionistas tendem a obter um maior benefício fiscal absoluto e não relativo proporcionado pelos JSCP. Conforme detalhado anteriormente, como os limites de dedutibilidade estão condicionados ao patrimônio líquido e aos lucros do exercício, entende-se que quanto mais lucrativa for a empresa, maiores serão os limites de dedutibilidade e, com isso, mais interessante para a empresa será usar o benefício fiscal oriundo da distribuição de lucros na forma de JSCP.

Resumidamente, temos os seguintes resultados esperados:

Quadro 4 - Resultados esperados conforme H2

Variável	Definição	Nome	Detalhamento	Resultado esperado
Dependente	Pagamento de JSCP	JSCP	Assume valor 1 nos casos em que há pagamento de JSCP no ano; assume valor 0 nos demais casos.	NA
Independente	<i>Return on equity</i>	ROE	Conforme maior o ROE, espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação.	+
Independente	<i>Payout</i>	Payout	Conforme maior o índice <i>payout</i> , espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação.	+
Independente	Tamanho	Tam	Quanto maior o tamanho da empresa, espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação.	+

Fonte: elaborado pela autora

Conforme o Quadro 4, detalhamos as variáveis testadas para H2. Para a variável dependente, temos como métrica o pagamento da remuneração dos acionistas ser efetuada na

forma de JSCP ou não. Já para as variáveis independentes, temos como métricas o ROE, Payout e tamanho da empresa, para cada ano observado. Na sequência, detalhamos a H3:

H3: Empresas que possuem nível de governança corporativa mais elevado possuem maior probabilidade de optar pelo pagamento na forma de JSCP.

Espera-se que as empresas que adotam boas práticas de governança corporativa tendem a ter uma estrutura de gestão mais profissional. Com isso, conforme Scripelitti (2012), o Quadro diretivo tende a estar mais preparado para defender os interesses dos investidores, bem como aproveitar o benefício fiscal proporcionado pelos JSCP.

Com isso, assim como o esperado por Yano e Alencar (2010), as empresas com melhores índices de governança corporativa tendem a utilizar a forma de distribuição de dividendos na forma de JSCP numa proporção maior.

Com isso, detalhamos os resultados esperados no Quadro 5:

Quadro 5 - Resultados esperados conforme H3

Variável	Definição	Nome	Detalhamento	Resultado esperado
Dependente	Pagamento de JSCP	JSCP	Assume valor 1 nos casos em que há pagamento de JSCP no ano; assume valor 0 nos demais casos	NA
Independente	Novo Mercado	NM	Se a empresa está classificada no segmento de NM, espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação	+
Independente	Nível 1 e 2	N12	Se a empresa está classificada no segmento de N12, espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação	+
Independente	Constante	C	Se a empresa está classificada no segmento de Bovespa +, espera-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação	
Independente	Tradicional	Trad	Se a empresa está classificada no segmento tradicional, espera-se uma menor probabilidade de pagamento de JSCP no ano da observação.	+

Fonte: elaborado pela autora

Adicionalmente, diferentemente dos estudos de Brito, Lima e Silva (2009), Santos (2007), Santos e Salotti (2008,a), Scripelliti (2012) e Boulton, Braga-Alves e Shastri (2012), incluímos as empresas financeiras na amostra observada. Em virtude disso, efetuamos a segregação das observações entre empresas financeiras e não financeiras, a fim de avaliar separadamente se a inclusão das empresas financeiras alteram os resultados obtidos. Para isso, detalhamos a H4:

H4: Empresas financeiras possuem maior probabilidade de pagar na forma de JSCP que as empresas não financeiras em decorrência do maior benefício fiscal.

Espera-se que as empresas financeiras, por obterem um benefício tributário maior, decorrentes da alíquota de IR e CSLL serem de 45%, em vez de 34%, conforme detalhado no tópico 2.4.3 tendem a optar pelo pagamento na forma de JSCP numa proporção maior que empresas não financeiras.

Para isso, iremos segregar da base completa das empresas, as financeiras e não financeiras. Com isso, temos a análise sobre as distinções das bases, seja por estatística descritiva ou pela regressão, para cada uma das três segregações. Com isso, conseguiremos avaliar se o maior benefício fiscal, decorrente da maior tributação de IR e de CSLL nas instituições bancárias, reforça, sob uma ótica distinta, a teoria proposta por Modigliani e Miller (1961) e Miller (1977), que sugerem que os impostos devem ser um dos principais determinantes das decisões de política de remuneração a acionistas das empresas. Em virtude disso, esperamos que para as empresas financeiras não tenhamos uma relação significativa entre o pagamento de JSCP e presença de PJ, uma vez que com essa distinção tributária para as empresas financeiras, não se observa um impacto para o acionista controlador em decidir pelo pagamento na forma de JSCP.

A fim de testar as hipóteses, detalhamos abaixo como foram efetuados os testes, com base na população selecionada e nas hipóteses a serem testadas.

3.4 VARIÁVEIS E TÉCNICAS DE REGRESSÃO

3.4.1 Variáveis independentes

As variáveis independentes selecionadas para o estudo foram elencadas com base nas pesquisas de Procianoy e Vancin (2016), Yano e Alencar (2010), Procianoy e Vancin (2015) e

escolhidas com base nas evidências encontradas nos trabalhos de Lintner (1956), Fama e French (2002) e Heineberg e Procianoy (2003).

O cálculo das variáveis independentes deste trabalho, similarmente ao utilizado por Procianoy e Vancin (2015) foi baseada na regra determinada pelo artigo 132 da LSA. Com base no termo legal, a assembléia geral deverá ocorrer nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, e uma das finalidades é deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos. Neste caso, é importante citar que os JSCP já foram definidos em data anterior (até 31 de dezembro do exercício, com o propósito de efetuar as retenções de IR e computar o benefício no momento da apuração do IR e CSLL). Para tanto, conforme Procianoy e Vancin (2015), a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data t será realizada em $t+1$.

Para isso, os dados contábeis extraídos serão referentes a data t , ou seja, referentes ao exercício social que originou a distribuição dos valores e não os da data em que foram deliberados.

Abaixo, estão apresentadas as variáveis independentes do modelo, que são:

Pessoa Jurídica (PJ):

Corresponde a variável *dummy* que indica a existência de pessoa jurídica na estrutura acionária do controlador, sendo igual a 1 se sim e igual a 0 se não (se for PF), da empresa i no ano t .

Return on Equity (ROE):

Corresponde a variável que indica a lucratividade das empresas. O índice utilizado será a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido. Esse indicador financeiro, denominado ROE (*Return on Equity*), representa o quanto uma empresa é capaz de gerar de lucro em relação ao capital investido (PROCIANOY e VANCIN, 2015), conforme equação abaixo:

$$ROE = LL_t / PL_t$$

Onde:

ROE = Valor total de lucro líquido, dividido pelo patrimônio líquido da empresa no tempo t ;

LL = lucro líquido da empresa no tempo t ; e

PL = patrimônio líquido da empresa no tempo t .

Espera-se encontrar resultados similares aos de Futema, Basso e Kayo (2009) e Procianoy e Vancin (2016), onde as empresas com maior ROE possuem uma maior a

possibilidade de distribuição de remuneração a acionistas. Especificamente para este estudo, estima-se que empresas com maiores ROEs distribuem mais dividendos na forma de JSCP.

Payout (Payout):

Corresponde a variável que mede o percentual de dividendos pagos sobre o lucro líquido para cada exercício. O cálculo está detalhado conforme a equação abaixo:

$$Payout = (Div_t + JSCP_t) / LL_t$$

Onde:

Div = Valor total de dividendos pago pelas empresas referentes ao tempo t;

JSCP = Valor de JSCP pagos no tempo t; e

LL = lucro líquido da empresa no tempo t.

O *payout* mede o quanto do lucro líquido da empresa foi destinado para pagamento aos acionistas. Adicionalmente, para Easterbook (1984) o pagamento de dividendos cooperaria para a redução dos custos de agência ao possibilitar um monitoramento dos gestores pelos agentes do mercado de capitais a um custo baixo. Dessa forma, espera-se uma elevada proporção entre o *payout* e a variável dependente.

Tamanho (Tam):

Assim como utilizado por Procianoy e Vancin (2015), essa variável corresponde ao tamanho da empresa, medido pelo logaritmo neperiano (ln) do ativo total ajustado na data do encerramento do último exercício analisado, *i* no ano *t*. A transformação logaritma é usada afim de tornar a variável homogênea, corrigindo erros de escala, tal como dado pela equação abaixo:

$$Tam = \ln(AT)$$

Para essa variável, Fama e French (2001) evidenciaram que empresas que pagam dividendos tendem a ser maiores do que as empresas que não pagam. Adicionalmente, os resultados encontrados para as amostras brasileiras similares as utilizadas neste estudo, estudadas por Silva e Brito (2005) e Procianoy e Vancin (2016) confirmam a hipótese que empresas com maiores ativos totais são mais sólidas e tendem a distribuir maiores dividendos.

Nível de Governança:

Corresponde a *dummies* sobre nível de governança, conforme classificação da BM&FBovespa das empresas *i* no ano *t*, que são: NM- Novo Mercado, N12- Nível 1 e 2, Trad- Tradicional e C- Bovespa Mais (nível 1 e 2)

Assim como nos resultados encontrados por Yano e Alencar (2010), espera-se que as empresas com melhores níveis de Governança Corporativa utilizem em uma maior proporção a opção de pagamento de dividendos via JSCP.

3.4.2 Variáveis de controle

A variável de controle é um fator eliminado de maneira proposital em uma pesquisa, a fim de impedir que produza interferência nas análises das variáveis independente e dependente, bem como a relação entre as variáveis. Possui importante atribuição na investigação de situações complexas, quando se conhece que um resultado não tem somente uma causa, mas está sujeito a sofrer influência de diversos fatores.

Os aspectos que impactam o processo decisório na opção pelo pagamento da remuneração de seus acionistas são afetados por diversas questões, algumas específicas das empresas e outras são derivadas de fatores macroeconômicos.

Os específicos estão ligados diretamente à estratégia de cada empresa que visa a maximização dos seus resultados.

Desta forma, utilizaremos as seguintes variáveis de controle: Tam, *Payoute* ROE.

3.4.3 Regressão Logit

A técnica estatística escolhida para a aplicação neste estudo de probabilidade linear, o qual possui uma função de apenas uma variável dependente é a análise de regressão logit. Essa técnica de análise multivariada permite atingir os objetivos dos testes, uma vez que a variável dependente assume apenas dois valores, ou zero, ou um. Em outras palavras, se a empresa distribui seus resultados na forma de JSCP ou não (GUJARATI; PORTER, 2011). Para isso, a utilização de um modelo binário foi empregada para determinar a primeira parte deste estudo.

A variável dependente neste estudo representa as empresas que não pagam seus dividendos na forma de JSCP, codificados como 1 e as empresas que pagam dividendos utilizando dos JSCP - codificado como 0.

$$y_i = \begin{cases} 1, & \text{se } P_i \\ 0, & \text{se } 1 - P_i \end{cases}$$

Numericamente, pode ser demonstrado da seguinte forma:

$$P_i = P(y_i = 1 | \beta_i)$$

Onde β_i são variáveis explicativas, que, para este estudo, compreendem informações financeiras extraídas das demonstrações financeiras e relatórios de divulgação ao mercado das empresas analisadas para os anos correspondentes, bem como informações qualitativas sobre cada uma das empresas estudadas.

Com isso, buscando entender os aspectos que impactam o processo decisório pelo não pagamento da remuneração dos acionistas na forma de JSCP das empresas listadas na BM&FBovespa, efetuamos a regressão abaixo:

$$JSCP = \beta_0 + \beta_1 PJ_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 Payout_{it} + \beta_4 Tam_{it} + \beta_5 NM_{it} + \beta_6 N12_{it} + \beta_7 Trad_{it} + \varepsilon_{it}$$

JSCP: corresponde a variável dependente, neste trabalho alocada como uma *dummy*, que se refere ao pagamento de JSCP ou não das empresas;

β_0 : intercepto do modelo, ou seja, o efeito médio das demais variáveis que afetam JSCP e não estão contidas no modelo.

β_1 : impacto no índice *JSCP* para a variável *dummy* em *PJ*;

β_2 : impacto no índice *JSCP* para cada aumento na variável *ROE*;

β_3 : impacto no índice *JSCP* para cada aumento na variável *Payout*;

β_4 : impacto no índice *JSCP* para cada aumento na variável *Tam*;

β_5 : impacto no índice *JSCP* para a variável *dummy* em *NM*;

β_6 : impacto no índice *JSCP* para a variável *dummy* em *N12*;

β_7 : impacto no índice *JSCP* para a variável *dummy* em *Trad*;

ε_{it} : erro da regressão para cada nível das variáveis independentes que inclui o efeito de todas as demais variáveis que afetam JSCP e não estão no modelo;

i: número de empresas, onde $i \in I : [1,308]$

t: ano onde $t \in I : [2009, 2015]$

3.4.4 Testes de robustez

Os testes de robustez têm o objetivo de confirmar a relevância estatística dos resultados quantitativos encontrados com base na amostra selecionada. É importante destacar que nos quadros referentes aos testes de robustez estão apresentadas as estatísticas das variáveis independentes e os parâmetros dos testes.

Para a confirmação da relevância estatística, efetuaremos o teste t para medir a robustez em relação à heterocedasticidade. Com base na tabela t de Student, utilizando um nível de 5% de significância, efetuamos a análise da variável testada. Se a estatística calculada para a variáveis definida for maior que o valor crítico de t, então a variável pode ser considerada robusta. Caso ocorra o contrário, a variável é determinada como não robusta.

Em suma, com base nos testes de robustez realizados pelo método *Extreme Bounds Analysis* (EBA) propostos por Levine and Renelt 1992 e Teste da Distribuição Inteira das variáveis explicativas (Sala-i-Martin 1997), foram confirmadas as variáveis definidas como explicativas correlacionadas de forma robusta com o pagamento de JSCP das empresas.

3.4.5 Limitações da metodologia

Como limitação do método, podemos destacar três questões: a coleta das informações sobre a forma de remuneração aos acionistas, a coleta da estrutura acionária e o aspecto temporal.

A informação sobre a remuneração aos acionistas, que trata da segregação dos dividendos e JSCP distribuídos no período, o qual foi efetuada uma busca manual. Por mais que a deliberação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 207/96, atualizada pela nº 683/12 clarifique que os JSCP não devem interferir no resultado contábil, e devem ser registrados em contas específicas, Santos e Salotti (2008,a) citaram a dificuldade em encontrar a informação devidamente segregada nas divulgações das empresas, tal como foi identificado nessa dissertação.

Outra limitação que pode ser identificada na coleta de dados, diz respeito a informação sobre a estrutura acionária das empresas estudadas. Embora seja uma informação presente nos formulários de referência, nos itens 15.1 e 15.2, utilizamos apenas a posição anual. Com isso, desconsideramos as eventuais mudanças de controle que ocorreram durante o ano.

É possível destacar também a limitação temporal da amostra (2009 a 2015), decorrente da alteração da Instrução CVM nº 202/93 para a nº 480/09. Com isso, as informações decorrentes da estrutura acionária passaram a ser obrigatórias e padronizadas, o que permitiu a análise destas informações. Embora a alteração de formulários não ser necessariamente uma limitação, optou-se pela coleta a partir da data da padronização a fim de preservar a qualidade e a comparabilidade das informações.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Neste capítulo são apresentados os principais resultados encontrados nesta pesquisa, bem como as respectivas análises. Para isso, efetuamos a organização, conforme detalhado abaixo:

4.1 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

Um dos aspectos a serem considerados nos modelos de regressão logística é a ausência de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, o que, conforme Gujarati e Porter (2011) detalham que as variáveis explicativas altamente correlacionadas torna insignificante a estimativa de seus coeficientes. Adicionalmente, Hosmer e Lemeshow(2000), trazem que a regressão logística multinomial oportuniza uma análise de regressão alternativa para atender a condições que não necessariamente obedecem aos pressupostos, com exceção da multicolinearidade, sendo necessária a realização do teste de correlação entre as variáveis explicativas, antes de se estimar as regressões.

Tabela 20 - Matriz de correlação das variáveis estudadas

Variáveis	JSCP	ROE	Tam	Payout	NM	N12	Trad	PJ
ROE	-0.017	1						
Tam	0.1459	-0.136	1					
Payout	-0.027	-0.037	0.0185	1				
NM	-0.051	0.0045	0.0756	-0.082	1			
N12	0.1435	-0.036	0.3053	0.0206	-0.339	1		
Trad	-0.055	0.022	-0.298	0.0658	-0.703	-0.407	1	
PJ	-0.122	0.0049	0.1243	-0.024	0.0299	-0.028	-0.0008	1

Fonte: elaborado pela autora

Considerando a correlação apresentada na Tabela 20, verificamos que não é necessário excluir nenhuma das variáveis, uma vez que Gujarati e Porter (2011) trazem como recomendação a exclusão de uma variável quando ela apresentar correlação com outra variável acima de 0,80, o que não é o caso nos dados apresentados.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO LOGÍSTICA

Após o teste de correlação entre as variáveis, foram estimados modelos de regressão logística.

Para rodarmos os testes, utilizamos o Stata, que é uma das opções de programas estatísticos disponíveis. Com este programa, rodamos o método Pooled Logit com Erro Padrão Robusto, Population Average (PA) com Erro Padrão Robusto, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos.

Como efetuamos a utilização do Erro Padrão Robusto, conseguimos controlar a correlação dos termos de erro para determinado indivíduo ao longo do tempo, conforme orientado por Gujarati e Porter (2011).

Com isso, apresentamos os resultados encontrados em relação aos modelos estimados pelo método Pooled Logit com Erro Padrão Robusto. Rodamos os testes sob três diferentes óticas: i) o primeiro, apresenta a base completa de 1.683 observações ou 308 empresas; ii) o segundo apresenta os resultados da regressão rodada para as 413 observações ou 71 empresas do segmento financeiro; e iii) o terceiro apresenta os resultados das 1.270 observações ou 237 empresas. O objetivo é detalhar como se comportam os testes em cada um dos três cenários.

4.2.1 Resultados da regressão³

Tabela 21 - Resultados: Base completa

Teste: Base completa

³Para a variável payout, efetuamos um tratamento adicional para os casos em que o índice estava negativo em virtude da empresa ter optado pela distribuição de lucros na forma de dividendos ou JSCP, sem que existissem lucros no ano observado. Para essas 115 observações, efetuamos uma análise individualizada e consideramos os seguintes cenários: i) rodamos a regressão com os valores sem tratamento, sendo o índice negativo, tal como o cálculo primário; ii) efetuamos a substituição dos casos que apresentaram o índice negativo pela média de todas as demais empresas que apresentaram índice positivo; iii) para os casos em que o payout estava negativo, avaliamos o histórico individualizado da empresa referente a distribuição de remuneração aos acionistas e, com base nesta avaliação, consideramos para o ano que apresentou o índice negativo, a substituição pela média histórica da empresa; iv) efetuamos o mesmo procedimento descrito no tópico iii, efetuando apenas uma alteração: efetuamos a multiplicação da média pelo dobro, ou seja, duas vezes o seu valor, uma vez que as empresas estavam distribuindo um valor a título de remuneração aos acionistas superior ao limite convencional utilizado. Uma vez

Variável dependente: JSCP

Método: Pooled Logit com Erro Padrão Robusto

Observações: 1.683, agrupado em 308 empresas

Variáveis independentes: ROE, Tam, Payout, NM, N12 e Trad

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão Robusto	Z	P> z
ROE	0,0105	0,05165	0,2	0,839
Tam	0,31664	0,11433	2,77	0,006 ***
Payout	-0,0201	0,01618	-1,24	0,213
NM	0,19122	0,67056	0,29	0,776
N12	0,81068	0,68862	1,18	0,239
Trad	0,32944	0,66802	0,49	0,622
PJ	-0,857	0,28466	-3,01	0,003 ***
_cons	-1,7958	1,00804	-1,78	0,075
Pseudo R ² :		0,0387		
Wald chi ² :		25,32		
Prob > chi ²		0,0007		
Log pseudolikelihood:		-1116,7		

Fonte: elaborado pela autora.

***Estatisticamente significativo a 1%.

Tabela 22 - Resultados: Empresas financeiras

Teste: Empresas financeiras

Variável dependente: JSCP

Método: Pooled Logit com Erro Padrão Robusto

Observações: 413, agrupado em 71 empresas

Variáveis independentes: ROE, Tam, Payout, NM e N12 Trad foi omitida por apresentar multicolinearidade

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão Robusto	z	P> z
ROE	-0,27754	0,1981	-1,4	0,161
Tam	0,644175	0,273924	2,35	0,019 ***

que encontramos resultados similares em qualquer um dos 4 casos detalhados acima, e nenhum apresentou significância, optamos, para fins de apresentação dos números neste trabalho pelo cenário iv.

Payout	-0,04834	0,06749	-0,72	0,474
NM	-0,87601	0,578965	-1,51	0,13
N12	0,770496	0,716216	1,08	0,282
PJ	-0,08154	0,540955	-0,15	0,88
_cons	-3,75714	1,648495	-2,28	0,023 **
Pseudo R ² :		0,1639		
Wald chi ² :		16,16		
Prob > chi ²		0,0129		
Log pseudolikelihood:		-239,271		

Fonte: elaborado pela autora.
 ***Estatisticamente significativo a 1%.
 **Estatisticamente significativo a 5%.

Tabela 23 - Resultados: Empresas não financeiras

Teste: Empresas não financeiras				
Variável dependente: JSCP				
Método: Pooled Logit com Erro Padrão Robusto				
Observações: 1.270, agrupado em 237 empresas				
Variáveis independentes: ROE, Tam, Payout, NM, N12 e Trad				
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão Robusto	z	P> z
ROE	1,412772	0,5414395	2,61	0,009 ***
Tam	0,1045071	0,1491556	0,7	0,484
Payout	-0,0057708	0,0140513	-0,41	0,681

NM	0,3698521	0,7984126	0,46	0,643	
N12	0,8663	0,8195845	1,06	0,291	
Trad	0,333095	0,795454	0,42	0,675	
PJ	-1,041674	0,3319352	-3,14	0,002	***
_cons	-0,6016834	1,255599	-0,48	0,632	
Pseudo R ² :		0,0384			
Wald chi ² :		19,66			
Prob > chi ²		0,0064			
Log pseudolikelihood:		-839,22975			

Fonte: elaborado pela autora.
 ***Estatisticamente significativo a 1%.

O resultado dos testes, conforme exposto na Tabela 23 indicou que as variáveis ROE, Payout, NM, N12 e Trad não apresentaram significância estatística em nos modelos estimados para a base completa das informações coletadas. Já as variáveis Tam e PJ demonstraram significância nos modelos estimados.

Os resultados encontrados foram estimados num modelo de regressão logística, um importante aspecto a ser considerado é o poder de previsão do modelo. Desta forma, cabe destacar que a estimação pelo método *Pooled Logit* apresentou maior poder de previsão, tanto no *cutoff* 0,5, quanto no *cutoff* em que especificidade e sensibilidade estão mais próximas.

Cabe destacar que apenas a multicolinearidade se aplica aos modelos de regressão logística nos modelos estimados por mínimos quadrados ordinários. Adicionalmente, Gujarati e Porter (2011) defendem que os testes de razão de verossimilhança, Wald e multiplicador de Lagrange são equivalentes em amostras grandes.

Nos modelos testados nesta dissertação, os resultados obtidos para os testes de Wald possibilitam rejeitar a hipótese nula (para isso avalia-se se todos os parâmetros são estatisticamente iguais a zero), ou seja, pelo menos uma das variáveis é estatisticamente significativa para explicar a probabilidade de ocorrência do pagamento de JSCP.

Já em relação ao ajuste do modelo, um importante aspecto refere-se ao percentual de acertos do modelo estimado. Habitualmente a qualidade do ajustamento pode ser observada pelo R², no entanto tal medida não é adequada para os modelos de regressão cuja variável dependente é binária (GUJARATI e PORTER, 2011). Nestes modelos, tais autores sugerem, dentre outras medidas, a adoção do PseudoR², que corresponde ao número de previsões corretas em relação ao número total de observações.

Com relação aos modelos em si, uma forma de se medir a aderência é através do R^2 de McFadden, conforme Gujarati e Porter (2011), ou Pseudo R^2 . Como efeito comparativo, os valores obtidos por Boulton, Braga Alves, Shastri (2012) em modelos probit variaram entre 0,0924 e 0,0962. Já Scipelliti (2012) encontrou uma variação entre 0,1426 e 0,2640. Os resultados encontrados nesta pesquisa é de 0,0387 para a base completa contendo empresas financeiras e não financeiras. O Pseudo R^2 menor se justifica pela diversidade da base. Conforme Gujarati e Porter (2011) quanto mais heterogênea for a base, mais difícil será de encontrar variáveis explicativas para a variável dependente estudada. Sendo assim, é fato que a base com empresas semelhantes terá um Pseudo R^2 maior, o que verificamos que ocorre somente com as empresas financeiras, cujo valor foi de 0,1639. Contudo, em função da diversidade da base de empresas não financeiras o valor é de 0,0384, que ainda pode ser considerado um valor normal de Pseudo R^2 verificado em bases de trabalhos de finanças.

Quanto ao modelo apresentado, sem a utilização de um *cutoff*, a sensibilidade e a especificidade estão apresentados na Tabela 24:

Tabela 24 - Sensibilidade e especificidade

Classificação	Sensitividade	Especificidade
Base completa	39,25%	77,26%
Base empresas financeiras	71,09%	78,71%
Base empresas não financeiras	33,22%	81,82%

Fonte: elaborado pela autora

Em virtude dos valores de sensibilidade e especificidade terem um certo distanciamento entre os percentuais, e Hosmer e Lemeshow (2000) sugerem que se utilize valores próximos, efetuamos o ajuste do *cutoff* para cada um dos testes rodados, conforme detalhado na Tabela 25:

Tabela 25 - Ajuste do *cutoff* para sensibilidade e especificidade

Classificação	Cutoff utilizado	Sensitividade	Especificidade
Base completa	0.437	59,97%	59,93%
Base empresas financeiras	0.481	73,93%	73,76%
Base empresas não financeiras	0.415	60,95%	60,94%

Fonte: elaborado pela autora

Com relação aos resultados encontrados, efetuamos o detalhamento conforme cada uma das bases selecionadas para os testes, seja a base completa, a base contendo as empresas financeiras e as empresas não financeiras.

4.2.2 Resultados referentes as regressões rodadas para a base completa

Conforme os resultados expostos na Tabela 21, as variáveis ROE, *Payout*, NM, N12 e Trad não se mostraram significativas. Diferentemente dos resultados encontrados por Yano e Alencar (2010), onde as empresas com maiores níveis de governança corporativa apresentavam 32% a mais de chances de distribuírem resultados na forma de JSCP, para a nossa amostra este resultado não se confirmou. Obviamente, não podemos deixar de considerar as distinções entre as bases utilizadas. Enquanto que Yano e Alencar usaram as 150 maiores empresas não financeiras classificadas na Economática, para os anos de 2007 e 2008, temos uma amostra composta por 1.683 observações oriundos de 308 empresas nos anos de 2009 a 2015. Complementarmente, a fim de comparar os resultados obtidos com estudos, podemos citar os achados de Boulton, Braga Alves, Shastri (2012) que, similar aos resultados obtidos neste trabalho, demonstram que os maiores volumes de remuneração a acionistas estão classificados em melhores níveis de governança corporativa, embora os resultados também não tenham se mostrado significativos para uma maior quantidade de empresas tenderem a pagar desta forma, em virtude de estarem classificados em segmentos diferenciados.

Quanto aos resultados que se mostraram significativos, temos Tam e PJ significantes a 1%. Contudo, é importante destacar que a variável Tam se mostrou diretamente proporcional ao pagamento de JSCP, confirmando as expectativas e aos estudos efetuados por Colombo (2011), Santos e Salotti (2008,a) e Brito, Lima e Silva (2009) que encontraram resultados semelhantes para amostras em diferentes períodos. Contudo, é preciso destacar que a variável PJ se mostrou inversamente proporcional ao pagamento de JSCP.

Em função de termos identificado oportunidades de expansão dos estudos, efetuamos a inclusão da variável que trata do tipo de controle acionário que a empresa possui. E, em virtude dos estudos de Procianny (1994), que ressaltou a concentração acionária no país, bem como este fator pode interferir e prejudicar os minoritários, em detrimento das decisões tomadas pelos controladores, optamos pelos testes, partindo do pressuposto que os acionistas controladores que possuem uma PJ na sua estrutura, tendem a decidir pelo não pagamento na forma de JSCP, uma vez que numa avaliação consolidada, há um incremento tributário.

4.2.3 Resultados referentes as regressões rodadas para as empresas financeiras

Quando efetuamos a segregação da base completa entre empresas financeiras e não financeiras, os resultados para as empresas financeiras, apresentados na Tabela 22 mostram que a variável Tam é significativa, enquanto que ROE, *Payout*, NM e N12 não se mostraram significativas. Adicionalmente, cabe destacar que eliminamos a variável Trad, por apresentar multicolinearidade para o grupo de empresas financeiras.

Cabe destacar que, embora a variável NM não tenha se mostrado significativa, percebe-se uma maior probabilidade de pagamento de JSCP nas empresas financeiras, quando comparadas com as não financeiras.

Quanto ao resultado que se mostrou significativo para a variável Tam, demonstra que a relação diretamente proporcional ao pagamento de JSCP, confirma as expectativas de que quanto maior a empresa, maior a probabilidade de decisão pelo pagamento na forma de JSCP. Tal resultado corrobora os achados de Colombo (2011), Santos e Salotti (2008,a) e Brito, Lima e Silva (2009) que encontraram significância para a variável Tam, embora com uma amostra de empresas não financeiras.

4.2.4 Resultados referentes as regressões rodadas para as empresas não financeiras

Para as empresas não financeiras apresentadas na Tabela 23, identificamos que as variáveis ROE e PJ se mostraram significativas a 1%, enquanto que Tam, *Payout*, NM, N12 e Trad não apresentaram significância. Adicionalmente, é importante destacar que a variável ROE se mostrou diretamente proporcional ao pagamento de JSCP, confirmando as expectativas em estudos como o de Colombo (2011), embora a amostra fosse distinta. Enquanto usamos uma base de 2009 a 2015, que nestes resultados envolvem as empresas não financeiras, Colombo (2011) utilizou 400 empresas listadas na BM&FBovespa no período de 1997 a 2008.

Já a variável PJ se mostrou inversamente proporcional ao pagamento de JSCP, o que corrobora a hipótese de que as empresas que possuem na sua estrutura acionária uma PJ não optam pelo pagamento na forma de JSCP.

4.2.5 Outros resultados

Outro procedimento adotado para verificação quanto ao ajuste dos modelos de regressão logística refere-se aos testes sobre a curva ROC (*receiver operator characteristic curve*), que

representam a relação, normalmente antagônica, entre a sensibilidade e a especificidade de um teste diagnóstico quantitativo, ao longo de um contínuo de valores de *cutoff point*.

Para construir uma curva ROC, é traçado um diagrama que representa uma medida do modelo que segrega os grupos que apresentam e os que não apresentam o desfecho de interesse (HOSMER; LEMESHOW, 2000).

Usando o modelo proposto pelos autores, definimos os resultados conforme a regra geral. A Tabela 26 apresenta os resultados obtidos em relação à área sob a curva ROC:

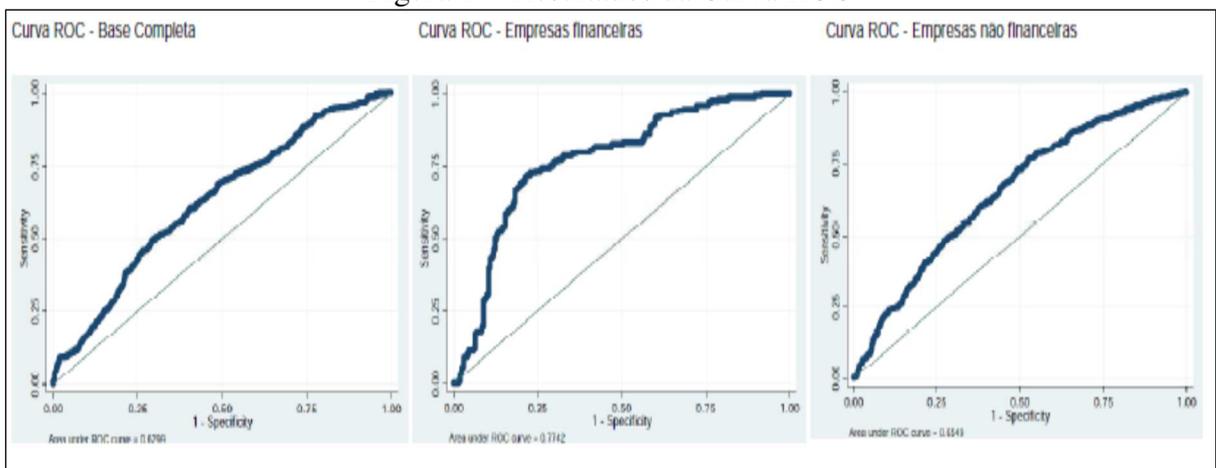
Tabela 26 - Resultados da curva ROC

ROC = 0,50	Significa ausência de discriminação
Entre $0,7 \leq \text{ROC} < 0,8$	Considerado uma discriminação aceitável
Entre $0,8 \leq \text{ROC} < 0,9$	Considerado uma discriminação excelente
ROC $\geq 0,9$	Considerado uma discriminação excepcional

Fonte: Hosmer e Lemershow, 2000.

Para os resultados deste estudo, os resultados que encontramos sob a curva ROC não possuem ausência de discriminação, tal como detalhado na Figura 1, indicando que a qualidade do modelo proposto possui um nível aceitável.

Figura 1 - Resultados da Curva ROC



Fonte: elaborado pela autora com base nos resultados da regressão logística rodados no Stata.

A curva ROC nos permite avaliar em cada ponto de corte como são calculados valores de sensibilidade e especificidade, que estão dispostos no gráfico. Conforme detalhado no Quadro 2, as curvas consideradas boas estarão entre a linha diagonal e a linha perfeita. Neste caso, quanto maior a distância da linha diagonal, melhor o sistema.

Adicionalmente, como efetuamos a manutenção das empresas financeiras na nossa amostra, conforme detalhado no capítulo 2, com a intenção de expandir os resultados das pesquisas na área, efetuamos testes adicionais segregando as empresas financeiras das não financeiras.

Os estudos de Santos (2007), Santos e Salotti (2008,a), Brito, Lima e Silva (2009), Scripelliti (2012) foram realizados com a exclusão das empresas financeiras, uma vez que haviam alterações nos resultados das demais variáveis estudadas, como a alavancagem e a performance de cálculo (em função do endividamento e legislação do segmento das empresas financeiras).

Para este estudo, como não tivemos a influência das variáveis mencionadas acima, mantivemos na base as empresas financeiras. Visando explorar mais este tema, uma vez que as empresas classificadas neste segmento possuem uma alíquota mais elevada de IR e CSLL, que pode chegar a 45%, conforme detalhado no capítulo 2, há um estímulo neste segmento na opção pelo pagamento na forma de JSCP, em virtude dos benefícios tributários.

Para isso, detalhamos na Tabela 11a quantidades de observações, bem como a proporção, para cada ano analisado, de empresas que optaram pelo pagamento na forma de JSCP.

Tabela 27 - Relação de observações x pagamento na forma de JSCP

Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Total de observações	233	240	232	241	253	248	236	1.683
Opção JSCP	100	114	120	108	115	117	103	777
% pago na forma de JSCP	43%	48%	52%	45%	45%	47%	44%	46%

Fonte: elaborado pela autora

Quando avaliamos o total consolidado da amostra, conforme apresentado na Tabela 24, verificamos que temos uma média aproximada de 1 para cada 2 empresas que efetuaram pagamentos na forma de JSCP. Contudo, quando efetuamos a segregação entre empresas financeiras e não financeiras, obtemos os seguintes resultados:

Tabela 28 - Resultados no que se refere a opção de JSCP nas empresas financeiras

Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Observações empresas financeiras	57	59	58	64	60	59	56	413
Opção JSCP	28	29	33	32	29	31	29	211

% pago na forma de JSCP	49%	49%	57%	50%	48%	53%	52%	51%
-------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

Fonte: elaborado pela autora

Como se pode observar na Tabela 28, embora o percentual de empresas que optam pelo pagamento na forma de JSCP aumenta de 46% para 51% para a amostra total, conforme detalhado na Tabela 26, não temos alterações relevantes nos resultados obtidos. Sequencialmente, detalhamos os resultados das empresas não financeiras:

Tabela 29 - Resultados no que se refere a opção de JSCP nas empresas não financeiras

Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Observações empresas não financeiras	176	181	174	177	193	189	180	1.270
Opção JSCP	72	85	87	76	86	86	74	566
% pago na forma de JSCP	41%	47%	50%	43%	45%	46%	41%	45%

Fonte: elaborado pela autora

Por fim, diante dos resultados expostos nas Tabelas 27, 28 e 29 verificamos que não há resultados significativamente distintos no que se refere a opção pelo pagamento na forma de JSCP, quando efetuamos a segregação entre empresas financeiras e não financeiras. Contudo, podemos observar a evolução dos estudos efetuados por Brito, Lima e Silva (2009), onde se percebia um aumento nos pagamentos na forma de remuneração direta no Brasil (dividendos e JSCP). Conforme o estudo, de nos anos 90 este percentual girava em torno de 40%, aumentando para 60% no período de 1997-2003. Se olharmos o período do nosso estudo, verificamos que neste período este percentual aumentou para 67%. Assim como a questão levantada por Brito, Lima e Silva (2009), parece haver uma maior propensão a remunerar os acionistas.

4.3 ANÁLISE DAS HIPÓTESES TESTADAS

Para a identificação dos aspectos que levam as empresas listadas na BM&FBovespa a não optarem pelo pagamento da remuneração dos acionistas e que possuem probabilidade de explicação durante os anos de 2009 a 2015, foram formuladas 4 hipóteses.

Sobre cada uma delas, podemos destacar que usamos como base a ocorrência de uma relação significativa entre o pagamento de JSCP e as variáveis explicativas, as quais compõem as hipóteses.

Para isso, detalhamos abaixo a análise das hipóteses, com base nos dados coletados e os resultados obtidos através do modelo de regressão logística estimado.

Sobre a hipótese H1, que sugere que as empresas que não optam pelo pagamento na forma de JSCP possuem na sua estrutura acionária uma PJ como controladora, encontramos como resultados, através da regressão rodada, significância em 1%. Neste sentido, os resultados dos modelos de regressão logística estimados indicam que podemos aceitar a hipótese H1. Cabe destacar que o sinal negativo na regressão significa a contrariedade sobre a relação entre o pagamento de JSCP, detalhado na *dummy* como 1, com a variável PJ. Com isso, conclui-se que a presença de PJ na estrutura acionária das empresas aumenta a probabilidade pela opção da empresa em não pagar JSCP. Os resultados encontrados trazem um achado no que se refere aos resultados sobre o tema, uma vez que em estudos anteriores, este tópico não havia sido estudado.

Adicionalmente, em função de termos um elevado índice de empresas com capital concentrado formado por PJs, cabe avaliar o quanto essa concentração pode estar interferindo para que a decisão de remunerar o acionista seja na forma de dividendos. Não obstante a isso, conforme Prociány e Vancin (2016), podemos ter evidências sobre os problemas de agência derivados do tipo, conforme Prociány (1994) principal/principal, o qual os minoritários podem estar sendo prejudicados em detrimento das decisões tomadas pelos controladores. Essas evidências são reforçadas quando observamos os resultados das regressões contendo a base segregada de empresas financeiras e não financeiras, uma vez que a presença da variável PJ não se torna significativa quando avaliamos individualmente as empresas financeiras. Como as empresas classificadas neste segmento possuem um percentual de benefício tributário superior aos das empresas não financeiras, e não há diferenciação na tributação para o acionista receptor, a opção pelo pagamento na forma de JSCP se torna vantajosa sob a ótica tributária para acionista, independente da sua característica.

Quando verificamos os resultados no que se refere a H2, que busca investigar se fatores como a lucratividade, tamanho da empresa e *payout* podem ter interferência na decisão pelo pagamento de JSCP nas empresas, e com isso, tendem a optar pelo pagamento da remuneração a acionistas desta forma, tal como os resultados esperados por Santos e Salotti (2008,a). Para tanto, verificamos significância a 1% para tamanho, detalhado pela variável Tam, o qual identificamos que as empresas maiores possuem maior probabilidade de utilizar os JSCP como forma de distribuição de resultados. Adicionalmente, as empresas de maiores lucros, medido pela variável ROE, não identificamos significância nos testes efetuados. Cabe destacar que quando efetuamos a segregação das bases entre empresas financeiras e não financeiras,

identificamos que o ROE possui significância a 1% nos resultados obtidos, enquanto que para as empresas financeiras este resultado não é observado.

Com isso, entende-se que quanto maior a empresa, maiores serão as probabilidades de pagamento da remuneração aos acionistas na forma de JSCP, enquanto que a rentabilidade e *payout* não parecem impactar de forma significativa na decisão pelo pagamento na forma de JSCP.

Para a hipótese H3, o esperado é que as empresas com melhores práticas de governança corporativa efetuem o pagamento aos seus acionistas na forma de JSCP. A definição desta hipótese decorre dos achados nos estudos de Yano e Alencar (2010), onde as empresas com maiores níveis de governança corporativa apresentavam maiores chances de distribuírem resultados na forma de JSCP.

Contudo, diferentemente do esperado, não identificamos significância ou probabilidades maiores de pagamento de JSCP nas empresas que possuem maiores níveis de governança corporativa, como o novo mercado e nível 1 e 2.

Sobre a hipótese H4, a expectativa de que as empresas financeiras, por possuírem um percentual maior de benefício fiscal quando se faz a opção pelo pagamento na forma de JSCP (pode chegar a 45% nas empresas financeiras, enquanto que nas não financeiras o benefício tributário pode atingir 34%), buscamos investigar se as empresas financeiras possuem resultados distintos das demais empresas no que se refere ao uso de JSCP, em função do percentual de benefício que é concedido por lei.

Sobre as empresas financeiras efetuarem os pagamentos na forma de JSCP numa proporção maior que as empresas não se confirmou, embora tenhamos encontrado resultados interessantes quando efetuamos a segregação entre as empresas financeiras e não financeiras.

Nos resultados, identificamos que o tamanho impacta significativamente a decisão pelo pagamento de JSCP nas empresas financeiras, o que pode ser confirmado quando da observação sobre as características das empresas classificadas neste segmento.

Outra característica interessante que se percebe trata sobre o nível de governança corporativa. As empresas classificadas como novo mercado possuem uma maior probabilidade de pagamento de JSCP que as empresas não financeiras, embora não tenhamos identificado significância para essa variável. Adicionalmente, para as empresas financeiras, não se observa significância para a variável PJ, o que sugere que a presença de um acionista PJ não impacta a decisão pelo pagamento na forma de JSCP, reforçando a teoria proposta por Modigliani e Miller (1961) e Miller (1977), que sugerem que os impostos devem ser um dos principais determinantes das decisões de política de remuneração a acionistas das empresas. Com isso, para

as empresas financeiras, em detrimento do maior percentual de benefício tributário, decorrentes da alíquota de IR e CSLL serem de 45%, em vez de 34%, observa-se que o impacto tributário nos acionistas beneficiários passa a ser um elemento importante.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Visando identificar os impactos do processo decisório na opção pelo pagamento da remuneração de seus acionistas, analisamos 308 empresas, com 1.683 observações ao longo dos anos de 2009 a 2015.

Para alcançarmos os objetivos propostos, efetuamos, inicialmente, a revisão da literatura sobre os trabalhos já efetuados no Brasil, bem como os resultados encontrados nestes estudos a fim de compreender a significância do tema no âmbito da política de dividendos, considerando os JSCP como um elemento adicional neste contexto, que permitem estudos de uma forma diferenciada no Brasil.

Essa oportunidade criou a necessidade pela busca de um maior conhecimento sobre o tema, uma vez que temos no Brasil uma legislação complexa e que permite diferentes entendimentos sobre um determinado tema, para então iniciar a pesquisa exposta neste trabalho. Com isso, documentamos a literatura empírica e partimos para a busca de dados e informações, para a montagem da base e análise dos resultados.

Para a identificação dos aspectos com probabilidade de explicação sobre a decisão pelo pagamento de dividendos na forma de JSCP, estimamos modelos de regressão logística binária, onde escolhemos como variável dependente o pagamento ou não pagamento na forma de JSCP e como variáveis independentes a rentabilidade, tamanho das empresas, volumetria de pagamento de remuneração aos acionistas, níveis de governança corporativa e presença de uma PJ como acionista controlador. Com este modelo, testamos as 04 hipóteses e a partir dos resultados obtidos nos modelos de regressão logística, aceitamos a hipótese H1, e aceitamos parcialmente a hipótese H2. Contudo, em função dos resultados obtidos, não foi possível aceitar a hipótese H3. Já para a H4 não conseguimos confirmar a hipótese na sua plenitude, embora tenhamos identificado resultados que permitam o desenvolvimento de pesquisas futuras sobre o tema.

Sobre a hipótese H3, relacionada a governança corporativa, não identificamos uma maior probabilidade de escolha pelo pagamento na forma de JSCP quando a empresa está classificada em níveis diferenciados, que remetam a boas práticas de governança corporativa. A classificação e o comprometimento com as boas práticas não se mostrou significativo a ponto de influenciar na preferência por JSCP.

Já para a H4 identificamos que o tamanho impacta significativamente a decisão pelo pagamento de JSCP nas empresas financeiras, e se percebe que o nível de governança corporativa classificado como NM tenha uma maior probabilidade de pagamento, embora não

tenhamos identificado significância. Adicionalmente, para as empresas financeiras, não se observa significância para a variável PJ, o que sugere que a presença de um acionista PJ não impacta a decisão pelo pagamento na forma de JSCP.

O fato de não termos identificado significância estatística para a presença da variável PJ nas empresas financeiras reforça o ponto levantado sobre o quanto a tributação pode ser relevante para a tomada da decisão nas empresas sobre a forma de pagamento da remuneração aos acionistas. Este resultado oferece uma contraprova ao sugerido neste estudo, uma vez que encontramos significância nas empresas não financeiras, quando a análise consolidada não apresenta uma economia tributária, diferentemente quando analisamos separadamente as empresas financeiras, onde não temos esse impacto tributário.

Adicionalmente, ainda observamos um elevado número de empresas que utilizam somente o mecanismo de dividendos para a distribuição da riqueza aos acionistas, sendo que no ano de 2009 este percentual era de 57% , se mantendo neste patamar, em 54% em 2015, mesmo existindo vantagens tributárias para a empresa que opta pelo pagamento na forma de JSCP.

Finalmente, com os objetivos propostos neste trabalho alcançados, incluímos as sugestões para estudos futuros.

O primeiro diz respeito a inclusão de variáveis adicionais às utilizadas no presente trabalho, com o intuito de encontrar resultados adicionais que possam agregar ainda mais aos achados até o presente momento.

Outra opção de estudos diz respeito ao intervalo utilizado. Como os JSCP estão presentes no cenário brasileiro desde a promulgação da Lei nº 9.249/95, seria interessante avaliar ao longo dos anos como evoluiu a aderência das empresas a distribuição de seus dividendos através dessa opção. Nesta mesma linha, outra opção interessante de pesquisa trata do limite legal utilizado pelas empresas. Como destacado no artigo de Ness Junior e Zani (2001) a pouca utilização dos JSCP pelas empresas devido ao elevado volume de dúvidas sobre o assunto e pouca divulgação e esclarecimentos por parte dos órgãos governamentais, permite uma atualização sobre uma tema, uma vez que, com o passar dos anos, temos um histórico de mais de vinte anos desde a promulgação da Lei nº 9.249/95.

Ainda sob o aspecto de legislação, poderia ser efetuado um estudo mensurando os impactos acerca do fim da "barriga de aluguel". Com a alteração ocorrida através da MP 651 em 2014, convertida na Lei nº 13.043/14, que pôs fim a isenção de tributação para as entidades imunes, sugerimos, como estudos futuros, uma análise mais profunda do tema sendo possível,

inclusive, coletar uma base comparativa com um maior número de anos desde a sua alteração, ocorrida em 2014.

Sob outro aspecto, é possível avaliar a utilização da governança corporativa e a utilização da classificação dada pela BM&FBovespa. Como não foram encontrados resultados significativos sobre os diferentes níveis de classificação, seria interessante usar alguma classificação distinta da BM&FBovespa, ou avaliar mais profundamente se de fato as empresas que estão classificadas com níveis diferenciados de governança corporativa realmente estão seguindo a todos os critérios que a norma recomenda.

REFERÊNCIAS

- ADAM, Smith. **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**. Edwin Cannan's annotated edition, 1776.
- ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa**. São Paulo: Atlas, 2006.
- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- BISCA, Maria Heloisa. Juros sobre capital próprio: uma análise sobre o impacto tributário para quem paga e para quem recebe. **Revista Científica Hermes-FIPEN**, v. 7, 2012.
- BOULTON, Thomas J.; BRAGA-ALVES, Marcus V.; SHASTRI, Kuldeep. Payout policy in Brazil: Dividends versus interest on equity. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 968-979, 2012.
- BRASIL. Secretaria da Receita Federal. **Instrução Normativa 11**. Brasília, 21 fev. 1996.
- _____. **Lei nº 11.196**. Brasília, 21 nov. 2005.
- _____. **Lei nº 11.638**. Brasília, 28 dez. 2007.
- _____. **Lei nº 11.941**. Brasília, 16 nov. 2009.
- _____. **Lei nº 6.404**. Brasília, 15 dez. 1976.
- _____. **Lei nº 9.249**. Brasília, 26 dez. 1995.
- _____. **Lei nº 9.430**. Brasília, 27 dez. 1996.
- BRASILEIRO, G. A. **Juros sobre capital próprio: um estudo sobre o uso ou não deste benefício fiscal pelas empresas brasileiras do setor elétrico**, 2014. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2014
- BRITO, Ricardo D., LIMA, Mônica R., SILVA, Júlio C. O Crescimento da Remuneração Direta aos Acionistas no Brasil: Economia de Impostos ou Mudança de Características das Firms?. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 6, n. 1, p. 62-81, 2009.
- CARDOSO, R.; CANABARRO, R.; SOUZA FILHO, R; COSTA JR., J. **Análise dos Efeitos Contábeis e Tributários da Extinção do Reconhecimento Contábil da Inflação no Brasil no Período 1996-2000**. Boletim IOB Temática Contábil e Balanços. São Paulo, n. 12 e n. 13, 2001.
- COLOMBO, J.A. **Juros Sobre Capital Próprio, estrutura de propriedade e destruição de valor: evidências no Brasil**. 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) -Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.

COSTA JÚNIOR, J. V. D.; MARTINS, E.; SOUSA FILHO, R. D. C., & CARDOSO, R. L. (2004). **JSCP e Dividendos: as companhias “vacas leiteiras” estão utilizando a sistemática de imputação nos termos da lei.** 4º Congresso USP Controladoria e Contabilidade (Vol. 7).

DALMÁCIO, Flávia Zóboli; CORRAR, Luiz João. A concentração do controle acionário e a política de dividendos das empresas listadas na Bovespa: uma abordagem exploratória à luz da teoria de agência. **Revista de Contabilidade e Organizações**, 2007.

DECOURT, Roberto Frota. **O processo decisório da distribuição de lucros das empresas listadas na Bovespa.** 2009. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

DESAI, Mihir A.; DHARMAPALA, Dhammika. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. **Journal of Financial Economics**, v. 79, n. 1, p. 145-179, 2006.

FAMA, E. Agency problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, 1980.

FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing Dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v.60, p.3-43, 2001.

FIORATI, Alexandre Ribeiro dos Santos. Dividendos e juros sobre capital próprio: sinalização de lucratividade futura? **Estudo no mercado brasileiro** 1999/2004. 2007.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 6. ed. São Paulo:Atlas, 2008.

GITMAN, Lawrence. S. **Princípios da Administração Financeira.** 7. ed. São Paulo:Harbra, 2002.

GORDON, M. Dividends, Earnings and Stock Prices, **Review of Economics and Statistics**, v.41, p.99-105, 1959.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria Básica-5.** AMGH Editora, 2011.

HEINEBERG, R.; PROCIANOY, J. Aspectos Determinantes do Pagamento de Proventos em Dinheiro das Empresas com Ações Negociadas na Bovespa. In Enanpad, **Anais**, 2003.

HIGUCHI, Hiromi; HIGUCHI, Celso Hiroyuki; HIGUCHI, Celso Hiroyuki. Imposto de Renda das empresas. **Interpretação e Prática**, v. 30, 2000.

HOSMER, David W; LEMESHOW, Stanley. **Applied logistic regression.** Johh Wiley & Sons, 2000.

JENSEN, Michael C. **Self interest, altruism, incentives, and agency theory.** 1994.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. **Journal of Financial Economics**, 1976.

KLEMM, Alexander. Allowances for corporate equity in practice. **CESifo Economic Studies**, v. 53, n. 2, p. 229-262, 2007.

LA PORTA, R. et al. Agency problems and dividend policies around the world. **The Journal of Finance**, Feb, 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalhal da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEVINE R, RENELT D. A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions. **American Economic Review**, 82(4), 942-963, 1992.

LINTNER, J. The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, **American Review**, v.46, p.97-113, 1956.

LOPES, Alexandro B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2006.

MARTINS, E. **Um pouco da história dos Juros Sobre o Capital Próprio**. Caderno Temática Contábil IOB, 49, 2004.

MARTINS, Theo Cotrim; NOVAES, Walter. Mandatory dividend rules: Do they make it harder for firms to invest?. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 4, p. 953-967, 2012.

MILLER, M.; MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares, **Journal of Business**, v.34, p. 411-33, 1961.

MODIGLIANI, F.; MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, **American Economic Review**, v.48, p. 261-97, 1958.

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

PIMENTA, Daiana., BORSATO, Jaluzza; RIBEIRO, Karém. **Desenvolvimento legal da contabilidade: análise do lucro passível de distribuição na Cia. Vale do Rio Doce**. 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade, 2008,

POHLMANN, Marcelo Coletto; IUDÍCIBUS, Sérgio de. Relação entre a tributação do lucro e a estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, n. 53, p. 1-25, 2010.

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, p. 217-242, 2003.

PROCIANOY, Jairo Laser. **Os conflitos de agência entre controladores e minoritários nas empresas brasileiras negociadas na bolsa de valores de São Paulo: evidências através do comportamento da política de dividendos após as modificações tributárias ocorridas entre 1988-1989**. Tese de doutorado - Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, RS, 1994.

PROCIANOY, Jairo Laser; VANCIN, Daniel. **Dividends: Publicly Listed Brazilian Companies' Propensity to Pay or Not to Pay**. Working paper, 2016

_____. **Os Fatores Determinantes de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo.** Working paper, 2015.

SALA-I-MARTIN . I Just Ran Two Million Regressions. **American Economic Review**, 87(2), 178–183, 1997.

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

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

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

_____. Juros sobre o capital próprio pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, Brasília, DF, 2008, a.

SCRIPPELLITI, Henrique César Pedroso. **Dividendos e juros sobre capital próprio: análise dos fatores influenciadores da decisão de distribuição de resultados no Brasil – Dissertação (Mestrado em Economia)** São Paulo: Insper, 2012

SELLTIZ; WRIGHTSMAN; COOK. **Métodos de pesquisa nas relações sociais.** 1987.

SILVA, J.; BRITO, R. Testando as Previsões de Trade-off e Pecking Order Sobre Dividendos e Dívida no Brasil, **Estudos Econômicos**, vol.35, p.37-79, 2005.

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

SOUSA NETO, Jose Antonio de et al. Juros sobre capital próprio como forma de remuneração de acionistas: um estudo sobre o conflito de agência e as práticas de planejamento tributário. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 13, n. 4, 2015.

VANCIN, Daniel F.; PROCIANOY, Jairo L. Os Fatores Determinantes do Pagamento de Dividendos: o Efeito do Obrigatório Mínimo Legal e Contratual nas Empresas Brasileiras, **working paper**, 2015.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory.** 1986.

WILLIAMSON, Oliver E. **The mechanisms of governance.** Oxford University Press, 1996.

YANO, ANDRÉ MASAHARU; ALENCAR, RC de. **Governança corporativa e juros sobre capital próprio.** Congresso USP de Iniciação Científica. 2010.

YOUNG, Michael. N., Peng, Mike W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of management studies*, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

ZANI, J., LEITES, Tomedi; MACAGNAN, C.Beatriz; PORTAL, M.Telles (2014). Interest on equity and capital structure in the Brazilian context. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 39-53.