

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO: Por que as empresas não pagam?

VALZEANE DREHMER HOCH

valzeane@gmail.com

JAIRO LASER PROCIANOY

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL (UFRGS)

jlprocianoy@unisinos.br

JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO:

Por que as empresas não pagam?

1 INTRODUÇÃO

O planejamento tributário é uma importante ferramenta na busca por estratégias legais com o objetivo de encontrar soluções que possam contribuir com alternativas de redução da tributação visando a maximização de resultados dos acionistas. A elevada carga tributária brasileira faz com que uma das tarefas dos gestores seja a economia de tributos pagos ao governo. Neste cenário, a distribuição de dividendos na forma de Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) surge como uma das opções para a redução desta carga tributária.

Este artigo estuda a distribuição de resultados em empresas brasileiras, buscando compreender o que as leva a optar pelo pagamento exclusivo na forma de dividendos, quanto existe uma alternativa tributariamente mais benéfica para as empresas pagadoras e seus acionistas, instituídos no Brasil em 1995 como forma de equalizar os impostos oriundos das variações monetárias resultantes do período inflacionário anterior.

A criação dos JSCP fez com que o Brasil assumisse a opção de pagamentos de remuneração a acionistas diferente de modelos consagrados de outros países como Estados Unidos, Europa e Ásia, ao possibilitar a dedução de valores pagos a estes pelo montante mantido no patrimônio líquido na empresa.

Os JSCP, quando observados como forma de distribuição de resultados, proporcionam ganhos fiscais às empresas que adotam esta forma, em substituição ou complementação dos dividendos, uma vez que a sua utilização permite às empresas pagadoras usufruir do benefício tributário de imposto de renda (IR) e contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) de até 34% para empresas não financeiras, 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 ao CSLL, escolham pelo pagamento da remuneração unicamente na forma de JSCP, ou caso o limite de distribuição seja inferior ao desejo de distribuir partes do lucro, usando JSCP e dividendos complementares.

Cabe destacar que o percentual de empresas que utilizam os JSCP foram aumentando ao longo dos anos. Boulton et al (2012) examinaram o impacto da carga tributária sobre distribuição aos acionistas, e 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. Já em 2000, o montante passou para 53,17%, e em 2006 atingiu 62,96%.

Os dados sobre a evolução dos pagamentos na forma de JSCP criam uma oportunidade de continuação da pesquisa no que se refere ao percentual de empresas que continuam não aderindo aos JSCP, pagando seus acionistas exclusivamente na forma de dividendos. Utilizando os dados públicos das empresas listadas na BM&FBovespa, incluindo as financeiras, no período de 2009 a 2015, observamos que em 2009 o percentual de empresas que pagaram na forma de JSCP foi de 42,91% e em 2015 de 43,64%.

Tendo em vista o tempo decorrido, imaginamos que a fase da aprendizagem por parte das empresas já tenha passado, então estas informações oportunizam analisar como está a aderência das empresas, decorridos mais de 20 anos da promulgação da Lei nº 9.249/95, uma vez que, dadas as vantagens fiscais que os JSCP trazem às empresas, espera-se uma maior utilização deste benefício, se a questão tributária fosse a única a ser considerada. Seria esperado que a totalidade das empresas utilizassem os JSCP como forma de minimização dos impostos a serem pagos.

A partir do exposto, surgem duas questões, que nos permitem estudar o tema sob óticas diferenciadas: 1- Qual a relevância da tributação das empresas e de seus sócios no processo decisório de política de distribuição de resultados das empresas? e 2- Se os JSCP representam um benefício fiscal para as empresas e que, mesmo combinado a outros escudos tributários este 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?

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, na Croácia e na Itália.

O Brasil 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.

Pesquisas como a de 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 deste meio de distribuição. 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.

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 Procianoy (1994), como uma nova ótica nos estudos referentes a teoria de agência, explorados por Jensen e Meckling (1976).

Young et al (2008) estudaram 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 os gestores sendo escolhidos por estes controladores, como consequência o conflito ocorre entre acionistas controladores e minoritários, e é denominado de principal-principal.

Decourt (2009) detalha que as empresas brasileiras de capital aberto mantêm sua composição acionária fortemente concentrada, e, como consequência, as decisões internas podem ser tomadas visando unicamente os interesses dos acionistas majoritários ou controladores. Neste caso, com a existência de conflitos de agência, e subentende-se que os executivos, podem atuar de maneira oportunista para alcançar os objetivos do grupo controlador, como, por exemplo, a sua tomada de decisão sobre a forma de distribuição de resultados aos acionistas.

Este artigo traz numa 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, que através de regressão Logit utilizando uma amostra formada por empresas abertas negociadas na BM&FBovespa no período de 2009 a 2015, identificamos que as maiores empresas e 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 na diferença de tributação existente entre empresas que pertencem ao setor financeiro e as empresas não financeiras. As financeiras têm uma tributação maior que as não financeiras. Para este primeiro grupo, é mais vantajoso pagar JSCP pois a redução fiscal é maior. Ao examinarmos a tributação consolidada – empresa e controlador PJ – para os dois grupos, verificamos que no caso das financeiras, em função da sua maior tributação como empresa, é vantajoso usar os JSCP, o que não se verifica nas não financeiras.

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 é apresentada a análise da base de forma segregada entre empresas financeiras e não financeiras. Adicionalmente, ao rodar as regressões logísticas para as empresas financeiras, confirmamos o esperado que as empresas maiores tendem a remunerar seus acionistas na forma de JSCP.

Outro elemento 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, intensificando a questão do quanto a tributação pode impactar nas decisões deste segmento, uma vez que para as empresas financeiras optarem pelo pagamento na forma de JSCP se torna mais vantajoso, pois o benefício tributário da empresa que apura os JSCP pode chegar a 45%. Isto também confirma a existência do eventual conflito de agência nas empresas não financeiras quando o controlador é uma empresa (PJ), pois nestes casos o benefício fiscal oferecido nas empresas abertas não é superior montante a ser pago de tributos das suas controladoras ocasionando a decisão pelo não pagamento dos JSCP.

As contribuições desta pesquisa são os efeitos da tributação e a estrutura de controle das empresas quando elas fazem a decisão de política de dividendos.

A tributação é um elemento muito importante na decisão de pagamento de dividendos. Ao compararmos a decisão nas empresas não financeiras e financeiras negociadas na BM&FBovespa, em função da diferença de tributação a maior para as financeiras, verificamos que o segundo grupo se utiliza do pagamento de JSCP como forma de redução tributária em função do maior benefício existente mesmo quando o controlador é uma empresa (PJ) o que não acontece com o primeiro grupo. Para o caso das financeiras, a tributação consolidada da empresa e do controlador é reduzida na utilização dos JSCP, o que não acontece com as não financeiras, demonstrando a importância da tributação no processo decisório.

Ao examinar a relação da política de dividendos aos acionistas, verificamos que é importante observar a estrutura acionária das empresas pagadoras, especialmente quando o seu controlador também é uma PJ e isto possa implicar em um incremento tributário, quando analisado de forma conjunta. Isto faz com que este controlador, através da sua influência direta na gestão, direcione a decisão a seu favor, sem que contemple o benefício de todos, evidenciando um real conflito de agência entre majoritário e minoritários.

Esse tópico oportuniza novas discussões entre acionistas minoritários e controladores, uma vez que essas empresas possuem ações negociadas em bolsa e esta, por ser empresa aberta, deveria estar avaliando o seu cenário decisório mais vantajoso para todos seus acionistas, ou a sua maioria, 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.

O artigo está estruturado 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, seguidas da metodologia utilizada. Na sequência estão detalhados os resultados obtidos através das análises, bem como a conclusão.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

A seguir são apresentados alguns dos principais conceitos e resultados de pesquisas referentes as formas de distribuição de remuneração a acionistas.

2.1 A DECISÃO DE PAGAMENTO DE DIVIDENDOS AOS ACIONISTAS

Os dividendos configuram como uma forma direta de remuneração aos acionistas e 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 et al (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.

2.2 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.

Como 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, a promulgação da Lei nº 9.249/95 trouxe um alinhamento entre os rendimentos do capital próprio e do capital de terceiros. Para isso, é preciso observar as regras sobre o cálculo e os limites aplicáveis aos JSCP.

O cálculo, conforme Higuchi et al (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.

Os limites, conforme detalhado na Lei nº 9.249/95, ficam condicionados 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.

Quando a empresa optar pelo pagamento na forma de JSCP, um aspecto importante a ser observado diz respeito ao 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.

Outra especificidade da distribuição de JSCP diz respeito à retenção de IRRF, cuja alíquota corresponde a 15% do valor a ser pago aos beneficiários. Contudo, 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. 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 o quadro abaixo:

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 rubrica 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	Os valores 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 IRRF, à alíquota de 15%.

Fonte: legislação vigente em 31/05/2017 e abordada nesse artigo.

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, 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%.

Essa distinção de tributação faz com que o benefício de JSCP seja maior nas empresas financeiras, pois a redução fiscal é maior que quando comparado com as demais empresas.

2.3 ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE DIVIDENDOS E JSCP

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. O estudo avalia 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.

Sob a ótica de JSCP, como resultados relevantes podemos citar os estudos realizados por Santos (2007), Santos e Salotti (2008,a) e Santos e Salotti (2008,b), o qual é estudada 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.

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.

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 et al (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.

No trabalho de Scripelliti (2012), são analisados os fatores que influenciam 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.

Conforme podemos observar através dos estudos empíricos, 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

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

A amostra inicial do estudo é formada por 386 empresas, com 2.702 possíveis observações. Foram excluídas do estudo as observações incompletas ou provenientes de anos anteriores ao ingresso na BM&FBovespa, oriundas de oferta pública inicial (IPO), ou que não detalharam a forma de pagamento ou não efetuaram o pagamento da remuneração aos acionistas.

Com esse refinamento, o número total de empresas avaliadas foi de 308, com 1.683 observações e apresentou, conforme a Tabela 1, as características, no que se refere à forma como foram efetuados os pagamentos aos acionistas, ao longo dos anos de 2009 a 2015 não estando todas presentes em todos os anos em função das particularidades de pagamento, ou não, de remuneração em um momento específico.

Tabela 1 -Resumo das observações sobre forma de distribuição de lucros de 2010 a 2015

Forma de distribuição de lucros	2009		2010		2011		2012		2013		2014		2015		Total	
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	
1- JSCP	32	14	35	15	33	14	30	12	28	11	36	15	40	17	234	14
2- Dividendos	133	57	126	53	112	48	133	55	138	55	131	53	133	56	906	54
3- JSCP + Div	68	29	79	33	87	38	78	32	87	34	81	33	63	27	543	32
4- Soma 1+3	100	43	114	48	120	52	108	45	115	45	117	47	103	44	777	46
Total (1+2+3)	233	100	240	100	232	100	241	100	253	100	248	100	236	0	1683	100

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.

Antes de apresentarmos o somatório das três classificações, assim como na coluna final, que apresenta o somatório para cada um dos itens já mencionados, incluímos a quarta classificação que demonstra o somatório das linhas 1 e 3, que são os eventos que possuem a opção por JSCP, objeto efetivo do nosso estudo já que estes se utilizaram de pagamento total ou parcial de JSCP.

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 a acionistas. Sob este aspecto, observamos que nos anos de 2009 a 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.

Conforme Leal et al (2002), as empresas de capital aberto têm por obrigação 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 amostra apresentou a seguinte característica, no que se refere a forma como estão estruturados societariamente os controladores das empresas estudadas, conforme detalhado na Tabela 2.

Tabela 2 - Resumo sobre a estrutura societária do controlador entre 2009 e 2015

Estrutura societária do controlador	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	Total	%
1- Pessoa Jurídica	204	88	213	89	206	89	209	87	221	87	210	85	200	85	1463	87
2- Pessoa Física	29	12	27	11	26	11	32	13	32	13	38	15	36	15	220	13
Total (1+2)	233	100	240	100	232	100	241	100	253	100	248	100	236	100	1683	100

Na Tabela 2, utilizamos duas classificações: a primeira, denominada PJ, foram agrupamos todos os controladores que possuem um CNPJ, tendo em vista que este é o elemento que define a tributação do recebedor.

A boa governança corporativa é um dos elementos indicativos de bom relacionamento entre controladores e minoritários. A BM&FBovespa criou diversos níveis ao colocar requisitos que pudessem simbolizar a qualidade na governança das empresas ali listadas. A segmentação destas empresas da amostra conforme seus níveis na BM&FBovespa ajuda a verificar a existência dos eventuais conflitos de agência nas empresas onde esperamos que os

menores níveis de governança possuam maiores conflitos e para os maiores níveis tenhamos menores conflitos.

Após a coleta destas informações, a base de 308 empresas, ou 1.683 observações apresentam as seguintes classificações, no que se refere aos níveis de governança corporativa, conforme detalhado na Tabela 3.

Tabela 3 -Resumo das observações sobre a classificação das empresas listadas na BM&FBovespa de 2009 até 2015

Níveis de GC	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	2015	%	Total	%
Novo Mercado	77	33	86	36	86	37	87	36	95	38	96	39	94	40	621	37
Nível 1 e 2	40	17	41	17	41	18	39	16	41	16	39	16	35	15	276	16
Tradicional B+ (nível 1 e 2)	116	50	113	47	105	45	113	47	114	45	109	44	101	43	771	46
Total	233	100	240	100	232	100	241	100	253	100	248	100	236	100	1683	100

Na Tabela 4 apresentamos a estatística descritiva da amostra utilizada na pesquisa.

Tabela 4 -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

Em função das diferenças de tributação, efetuamos a segregação entre empresas financeiras e não financeiras, uma vez que os diferentes percentuais 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%).

Tabela 5 -Segregação entre empresas financeiras e não financeiras

Descrição	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Total
Empresas financeiras	57	59	58	64	60	59	56	413
	24%	25%	25%	27%	24%	24%	24%	25%
Empresas não financeiras	176	181	174	177	193	189	180	1270
	76%	75%	75%	73%	76%	76%	76%	75%
Total	233	240	232	241	253	248	236	1683
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Como podemos observar, para fins de análises descritivas, o setor de empresas financeiras e afins correspondem a 25% do total das observações selecionadas. Em virtude desta representatividade e, como nos estudos já anteriormente citados, este grupo foi excluído das amostras, optamos por avaliar especificamente este segmento de observações, além da amostra como um todo, a fim de comparar com as demais observações.

3.1 VARIÁVEIS E TÉCNICAS DE REGRESSÃO

3.1.1 Variáveis independentes

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

evidências encontradas nos trabalhos de Lintner (1956), Fama e French (2001) e Heineberg e Procianny (2003).

O cálculo das variáveis independentes deste trabalho, similarmente ao utilizado por Procianny e Vancin (2016) foi baseada na regra determinada pelo artigo 132 da LSA. Com base no termo legal, a assembleia 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, a deliberação sobre a destinação do lucro obtido na data t é realizada em $t+1$.

Para isso, os dados contábeis extraídos são 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 por seus sócios (PROCIANNOY e VANCIN, 2016, 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 Procianny 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 à variável que mede o percentual de valores pagos aos acionistas sobre o lucro líquido para cada exercício. O cálculo está detalhado conforme a equação abaixo:

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

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. 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 Procianny e Vancin (2016), 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 , como tal:

$$Tam = \ln(AT_t)$$

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 Procianny 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.

3.1.2 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).

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;

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

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

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. Após o teste de correlação entre as variáveis, foram estimados modelos de regressão logística e 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 não financeiras. O objetivo é detalhar como se comportam os testes em cada um dos três cenários e poder compará-los.

4.1 RESULTADOS DA REGRESSÃO

Tabela 6 - Resultados: Cada coluna apresenta os valores dos coeficientes de cada variável independente para cada um dos três resultados: base completa de empresas, empresas financeiras e não financeiras. Nota: *, **, *** representa coeficientes estatisticamente significantes a .10, .05 e .01, respectivamente.

Variáveis Independentes	Amostra Completa	Empresas financeiras	Empresas não financeiras
ROE	0,839	0,161	0,009***
Tam	0,006***	0,019***	0,484
Payout	0,213	0,474	0,681
NM	0,776	0,13	0,643
N12	0,239	0,282	0,291
Trad	0,622	-	0,675
PJ	0,003***	0,88	0,002***
_cons	0,075	0,023**	0,632
Estatística descritiva			
Observações	1683	413	1270
No de Empresas	308	71	271
Pseudo R ² :	0,0387	0,1639	0,0384
Wald chi2:	25,32	16,16	19,66
Prob> chi2	0,0007	0,0129	0,0064
Log pseudo likelihood:	-1116,6919	-239,27104	-839,22975

Nos modelos testados neste artigo, os resultados obtidos para os testes de Wald possibilitam rejeitar a hipótese nula, ou seja, pelo menos uma das variáveis é estatisticamente significativa para explicar a probabilidade de ocorrência do pagamento de JSCP.

Com relação aos resultados encontrados nas regressões, para a base completa, 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 et al (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, para a base completa, temos Tam e PJ significantes a 1%. Destacando que a variável Tam se mostrou diretamente proporcional ao pagamento de JSCP, com coeficiente beta de 0,3166, 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. A variável PJ se mostrou inversamente proporcional ao pagamento de JSCP, com coeficiente beta de 0,857.

Isto confirma o 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.

Adicionalmente, quando efetuamos a segregação da base completa entre empresas financeiras e não financeiras, os resultados para as empresas financeiras, 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.

Para as empresas não financeiras, 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). 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.

Como efetuamos a manutenção das empresas financeiras na nossa amostra, com a intenção de expandir os resultados das pesquisas na área, efetuamos testes adicionais segregando as empresas financeiras das não financeiras.

Lembrando que as empresas classificadas neste segmento, financeiras, possuem uma alíquota mais elevada de IR e CSLL, que pode chegar a 45%, há um estímulo neste segmento na opção pelo pagamento na forma de JSCP, em virtude dos benefícios tributários.

Quando avaliamos o total consolidado da amostra, 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, o percentual de empresas que optam pelo pagamento na forma de JSCP aumenta de 46% com a base completa para 51% nas empresas financeiras, o que nos leva a acreditar que, no que se refere a opção pelo pagamento na forma de JSCP, as empresas financeiras tendem a remunerar seus acionistas numa fatia maior na forma de JSCP.

Adicionalmente, podemos observar a evolução dos estudos efetuados por Brito, Lima e Silva (2009), se percebe 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.

5. CONCLUSÃO

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.

Fica claro que a decisão de pagamento de JSCP tem uma grande influência da tributação. Nas empresas onde o controlador é representado através de uma PJ temos menos chances de encontrar o pagamento de JSCP em função da dupla tributação que este controlador sobre como resultado da estrutura societária estruturada por ele. Quando temos PF como controlador o mesmo não se verifica.

A contraprova para esta situação é a existência de pagamento de JSCP nas instituições financeiras mesmo quando o controle está em uma PJ. Aí sim, nestes casos, como a tributação das empresas financeiras é mais alta que as empresas não financeiras, existe uma vantagem fiscal no pagamento do JSCP.

Conforme exposto, este artigo traz numa nova abordagem no que diz respeito ao processo decisório de pagamento da remuneração a acionistas na forma de JSCP no Brasil, buscando identificar se os conflitos de agência entre os acionistas controladores e minoritários, especialmente quando há na estrutura do acionista controlador uma PJ, interferem na decisão pela forma de distribuição de remuneração a acionistas. Paralelamente, analisamos se essa 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.

Sobre a abordagem que sugere que as empresas que não optam pelo pagamento na forma de JSCP possuem na sua estrutura acionária uma PJ como controladora, os resultados indicam 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 Procianoy e Vancin (2016), podemos ter evidências sobre os problemas de agência derivados do tipo, conforme Procianoy (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 recebedor, a opção pelo pagamento na forma de JSCP se torna vantajosa sob a ótica tributária para o acionista, independente da sua característica.

Sobre outros elementos que podem interferir na decisão pelo pagamento de JSCP, como lucratividade, tamanho da empresa e *payout*, encontramos significância tamanho, o que demonstra que as empresas maiores possuem maior probabilidade de utilizar os JSCP como forma de distribuição de resultados. 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.

Outro elemento importante a ser observado é a governança corporativa, esperando-se que as empresas com melhores práticas de governança corporativa efetuem o pagamento aos seus acionistas na forma de JSCP, seguindo os 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, o que significa a forte possibilidade da existência do conflito de agência mesmo nas empresas que estão nos grupos de maiores níveis de governança.

Sobre a expectativa de tributação, 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. Para isso, verificamos que as empresas financeiras efetuam pagamentos na forma de JSCP numa proporção maior que as empresas não financeiras, o que evidencia que o aspecto tributário, tal como citado por Boulton et al (2012), pode ser relevante na decisão pelo pagamento aos acionistas.

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 Boulton et al (2012) 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. Como as empresas financeiras têm uma tributação maior que as não financeiras. Com isso, verificamos que as empresas financeiras usam numa maior proporção os pagamentos na forma de JSCP, uma vez que a redução fiscal é maior. Ao examinarmos a tributação consolidada – empresa e controlador PJ – para os dois grupos, verificamos que no caso das financeiras, em função da sua maior tributação como empresa, é vantajoso usar os JSCP, o que não se verifica nas não financeiras.

O grande elemento da decisão de pagamento dos JSCP é a tributação resultando total do controlador. Infelizmente o prejuízo dos acionistas minoritários pelo não uso desta regalia fiscal não é considerado, revelando um conflito de agência do tipo principal-principal.

Esta conclusão coloca em discussão a necessidade de melhorias da governança corporativa nas empresas brasileiras e a necessidade de acionistas minoritários mais atuantes buscando os ganhos para todos e não para somente para o grupo de controle.

REFERÊNCIAS

- 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 6.404**. Brasília, 15 dez. 1976.
- _____. **Lei nº 9.249**. Brasília, 26 dez. 1995.
- _____. **Lei nº 9.430**. Brasília, 27 dez. 1996.
- 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.
- 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.
- 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.
- FAMA, E.; FRENCH, K. Disappearing Dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay? **Journal of Financial Economics**, v.60, p.3-43, 2001.
- 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.

- JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, 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.
- LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalho 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.
- LINTNER, J. The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, **American Economic Review**, v.46, p.97-113, 1956.
- 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.
- 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.
- 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 de São Paulo**, SP,1994.
- PROCIANOY, Jairo Laser; VANCIN, Daniel. Dividends: Publicly Listed Brazilian Companies' Propensity to Pay or Not to Pay. Working paper, 2016.
- 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.
- _____. Juros sobre o capital próprio pesquisa empírica para avaliação do nível de conhecimento das empresas sobre sua utilização. **UnB Contábil**, Brasília, DF, 2008, b.
- 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
- 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.
- 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. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. **Journal of management studies**, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.